

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS – CCJE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JOÃO ANTÔNIO SALVADOR DE SOUZA

**TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS: DETERMINANTES E
IMPACTOS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS**

VITÓRIA

2014

JOÃO ANTÔNIO SALVADOR DE SOUZA

TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS: DETERMINANTES E IMPACTOS
NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo – UFES, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Patrícia Maria Bortolon.

VITÓRIA

2014

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
(Biblioteca Central da Universidade Federal do Espírito Santo, ES, Brasil)

S729t Souza, João Antônio Salvador de, 1987-
Transações com partes relacionadas : determinantes e
impactos no desempenho das empresas / João Antônio
Salvador de Souza. – 2014.
128 f. : il.

Orientador: Patrícia Maria Bortolon.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) –
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas.

1. Governança corporativa. 2. Desempenho – Contabilidade.
3. Variáveis instrumentais (Estatística). 4. Mercado de capitais. I.
Bortolon, Patrícia Maria. II. Universidade Federal do Espírito
Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

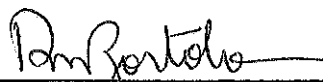
CDU: 657

“Transações Com Partes Relacionadas: Determinantes e Impactos no Desempenho das Empresas”

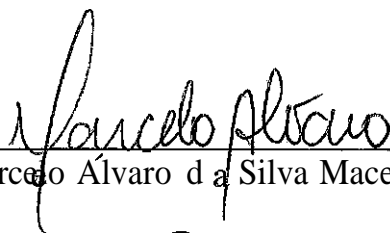
João Antônio Salvador de Souza

Dissertação submetida ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

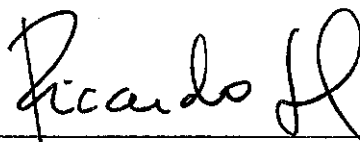
Aprovada em 28 de novembro de 2014 por:



Prof^a. Dr^a. Patrícia Maria Bortolon — orientadora - UFES



Prof. Dr. Marcelo Álvaro da Silva Macedo - Membro - UFRJ



Prof. Dr. Ricardo Pereira Câmara Leal
COPPEAD/UFRJ

A Deus, o Pai Supremo, Nossa Senhora e
Santo Antônio de Pádua.

Aos meus pais, João Ademar e Ana Rosa.

Meu eterno amigo Átila Fabres, *in memoriam*.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a minha orientadora Dr.^a Patrícia Maria Bortolon por sua paciência, prestimosa cessão de intelecto, benevolência quando da realização de suas críticas, que fizeram de minha jornada acadêmica uma valorosa experiência.

Ao professor Dr. Ricardo Pereira Câmara Leal pela honra de participar na minha banca de defesa. Agradeço também pelas suas contribuições que foram essenciais para realização de minha pesquisa.

Ao professor Dr. Marcelo Álvaro da Silva Macedo por aceitar o convite de participar de minha banca de defesa. E pelos suas contribuições que serão fundamentais para concluir minha dissertação.

Aos professores do programa de mestrado da UFES aos quais tive a orgulho de ser aluno, em especial: Alfredo Sarlo Neto; Annor da Silva Junior; Duarte de Souza Rosa Filho; Eduardo Zanutelli; Gabriel Moreira Campos; José Elias Feres de Almeida; e Teresa Cristina Janes Carneiro.

A Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES pelo financiamento via bolsa de estudos.

Aos discentes do programa de mestrado pelas suas contribuições.

“A verdade dói, a mentira mata, mas a dúvida
tortura”. (Bob Marley)

RESUMO

A literatura internacional que analisa os fatores impactantes das transações com partes relacionadas concentra-se no Reino Unido, nos EUA e no continente asiático, sendo o Brasil um ambiente pouco investigado. Esta pesquisa tem por objetivo investigar tanto os fatores impactantes dos contratos com partes relacionadas, quanto o impacto dessas transações no desempenho das empresas brasileiras. Estudos recentes que investigaram as determinantes das transações com partes relacionadas (TPRs), assim como seus impactos no desempenho das empresas, levaram em consideração as vertentes apresentadas por Gordon, Henry e Palia (2004): (a) de conflitos de interesses, as quais apoiam a visão de que as TPRs são danosas para os acionistas minoritários, implicando expropriação da riqueza deles, por parte dos controladores (acionistas majoritários); e (b) transações eficientes que podem ser benéficas às empresas, atendendo, desse modo, aos objetivos econômicos subjacentes delas. Esta pesquisa apoia-se na vertente de conflito de interesses, com base na teoria da agência e no fato de que o cenário brasileiro apresenta ter como característica uma estrutura de propriedade concentrada e ser um país emergente com ambiente legal caracterizado pela baixa proteção aos acionistas minoritários. Para operacionalizar a pesquisa, utilizou-se uma amostra inicial composta de 70 empresas com ações listadas na BM&FBovespa, observando o período de 2010 a 2012. Os contratos relacionados foram identificados e quantificados de duas formas, de acordo com a metodologia aplicada por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010) e Silveira, Prado e Sasso (2009). Como principais determinantes foram investigadas *proxies* para captar os efeitos dos mecanismos de governança corporativa e ambiente legal, do desempenho das empresas, dos desvios entre direitos sobre controle e direitos sobre fluxo de caixa e do excesso de remuneração executiva. Também foram adicionadas variáveis de controle para isolar as características intrínsecas das firmas. Nas análises econométricas foram estimados os modelos pelos métodos de Poisson, corte transversal agrupado (*Pooled-OLS*) e *logit*. A estimação foi feita pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), e para aumentar a robustez das estimativas econométricas, foram utilizadas variáveis instrumentais estimadas pelo método dos momentos generalizados (MMG). As evidências indicam que os fatores investigados impactam diferentemente as diversas medidas de TPRs das empresas analisadas. Verificou-se que os contratos relacionados, em geral, são danosos às empresas, impactando negativamente o desempenho delas, desempenho este que é aumentado pela presença de mecanismos eficazes de governança corporativa. Os resultados do impacto das medidas de governança

corporativa e das características intrínsecas das firmas no desempenho das empresas são robustos à presença de endogeneidade com base nas regressões com variáveis instrumentais.

Palavras-chave: Transações entre partes relacionadas. Desempenho contábil. Remuneração excessiva. Governança corporativa. Variáveis instrumentais.

ABSTRACT

The international literature that examines the factors impacting related parties transactions focuses on the UK, US and Asia, and Brazil is an environment little investigated. This research aims to investigate both the impacting factors of contracts with related parties, and the impact of these transactions on the performance of Brazilian companies. Studies recent that investigated the determinants of related parties transactions (RPTs), as well as its impact on business performance, took into account the aspects presented by Gordon, Henry and Palia (2004): (a) conflict of interests, which support the view that the RPTs are harmful to minority shareholders, implying expropriation of their wealth by controlling (majority shareholders); and (b) efficient transactions that may be beneficial to companies, serving thus to economic objectives. This research draws on aspects of conflict of interest, based on agency theory and the fact that the Brazilian scenario is characterized by concentrated ownership and a legal environment characterized by poor protection of minority shareholders. To operationalize the research, we used an initial sample consisted of 70 companies listed on the BM&FBovespa observing the period from 2010 to 2012. The contracts listed were identified and quantified in two ways, according to the methodology applied by Kohlbeck and Mayhew (2004; 2010) and Silveira, Prado and Sasso (2009). As major determinants were investigated proxies to capture the effects of corporate governance mechanisms and legal environment of business performance, the control rights and cash flow rights mismatch and excessive executive compensation. Control variables to isolate the intrinsic characteristics of the firms were also added. In the econometric analysis Poisson models, clustered cross section (Pooled-OLS) and logit models were estimated. The estimation was done by the method of ordinary least squares (OLS), and to increase the robustness of the econometric estimates, instrumental variables with generalized method of moments (GMM) were used. Evidence indicates that investigated factors impact differently the various RPT measures of the companies analyzed. It was found that the contracts, in general, are damaging to companies, negatively impacting their performance, and this performance is increased by the presence of effective corporate governance. The results of the impact of corporate governance measures and the intrinsic characteristics of the firms in business performance are robust to the presence of endogeneity based on regressions with instrumental variables.

Keywords: Transactions between related parties. Accounting performance. Overcompensated. Corporate governance. Instrumental variables.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Estrutura analítica da pesquisa.....	25
Figura 2 – Esquematização da estrutura de propriedade e controle	56
Figura 3 – Estrutura analítica da metodologia.....	75
Figura 4 – Estrutura analítica da conclusão.....	103

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo dos critérios de seleção da amostra.....	47
Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis quantitativas utilizadas nos modelos de regressões propostos	76
Tabela 3 – Distribuição de frequência das variáveis qualitativas.....	79
Tabela 4 – Frequências relativas dos tipos de classificações e das contrapartes envolvidas nos contratos relacionados	80
Tabela 5 – Estimativas dos fatores impactantes da ocorrência e tipos de TPRs	83
Tabela 6 – Estimativas dos fatores impactantes do desempenho das empresas (especificações 1 a 12)	90
Tabela 7 – Estimativas dos fatores impactantes do desempenho das empresas (especificações 13 a 24)	96
Tabela 8 – Estimativas do impacto dos tipos de TPRs na remuneração excessiva	101

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo das variáveis referentes às operações com partes relacionadas	52
Quadro 2 – Resumo das variáveis utilizadas no modelo econométrico proposto por Funchal e Terra (2006).....	58
Quadro 3 – Resumo das demais variáveis utilizadas na pesquisa.....	63

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CPC	Comitê de pronunciamentos contábeis
CVM	Comissão de valores imobiliários
DEA	Análise envoltória de dados
EBITDA	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização
EUA	Estados Unidos das Américas
EVA	Valor econômico agregado
FAS	<i>Financial accounting standards</i>
FIV	Fator de inflação da variância
FR	Formulário de referência
IAS	<i>International accounting standards</i>
IBGC	Instituto de governança corporativa
IGC	Índice de governança corporativa
IPGC	Índice das qualidades de práticas de governança corporativas
IPO	Oferta pública inicial de ações
MMG	Método dos momentos generalizados
MQO	Mínimos quadrados ordinários
MTB	<i>Market-to-book</i>
MVA	Valor de mercado agregado
PBV	<i>Prince to book value</i>
ROA	Retorno sobre os ativos
ROE	Retorno sobre o patrimônio
SOX	<i>Lei Sarbanes – Oxley</i>
TPR	Transação com partes relacionadas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	17
1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA	20
1.3 OBJETIVOS	21
1.4 JUSTIFICATIVA DO TRABALHO	21
1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	23
1.6 ESTRUTURA DA PESQUISA	24
2 REVISÃO DA LITERATURA	26
2.1 TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	26
2.1.1 <i>Perspectiva legal e prática das transações com partes relacionadas</i>	26
2.1.2 <i>Estudos referentes a transações com partes relacionadas</i>	28
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA	32
2.2.1 <i>Contextualização</i>	32
2.2.2 <i>Relação entre governança corporativa e transações com partes relacionadas</i>	34
2.3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE	36
2.3.1 <i>Contextualização</i>	36
2.3.2 <i>Estrutura de propriedade e controle e suas relações com as transações com partes relacionadas</i>	39
2.4 REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS	41
2.4.1 <i>Contextualização</i>	41
2.4.2 <i>Remuneração excessiva dos executivos e suas relações com as transações com partes relacionadas</i>	43
3 METODOLOGIA	45
3.1 SELEÇÃO DAS EMPRESAS E TRATAMENTO DA AMOSTRA	46
3.2 DEFINIÇÃO TEÓRICA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS	49
3.2.1 <i>Medidas de transações com partes relacionadas</i>	49
3.2.2 <i>Mecanismos de governança corporativa</i>	54
3.2.3 <i>Medidas de desempenho</i>	54
3.2.4 <i>Medidas de propriedade e controle</i>	55
3.2.5 <i>Remuneração excessiva dos executivos</i>	56
3.2.6 <i>Variáveis de controle</i>	60

3.3 HIPÓTESES DA PESQUISA	65
3.4 PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS	66
3.4.1 Modelo de regressão de Poisson.....	67
3.4.2 Impacto das TPRs no desempenho.....	69
3.4.3 Impacto das TPRs na remuneração excessiva dos executivos.....	71
3.5 CUIDADOS ADICIONAIS.....	72
3.5.1 Variáveis omitidas.....	72
3.5.2 Mensuração das variáveis.....	73
3.5.3 Simultaneidade	73
3.6 ESTRUTURA ANALÍTICA DA METODOLOGIA	74
4 RESULTADOS	75
4.1 ANÁLISE UNIVARIADA.....	75
4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA	81
4.2.1 Estimativas dos parâmetros para o modelo de regressão de Poisson.....	82
4.2.2 Estimativas do impacto das TPRs no desempenho das empresas.....	89
4.2.3 Estimativas do impacto dos tipos de TPRs na remuneração excessiva dos executivos	101
5 CONCLUSÃO.....	102
REFERÊNCIAS	106
APÊNDICE A – EMPRESAS DA AMOSTRA	118
APÊNDICE B – VERSÃO ATUAL DO QUESTIONÁRIO DESENVOLVIDO POR LEAL E CARVALHAL DA SILVA (2007)	119
APÊNDICE C – FATOR DE INFLAÇÃO DA VARIÂNCIA	121
APÊNDICE D – ESTIMATIVAS ALTERNATIVAS DOS FATORES IMPACTANTES DA OCORRÊNCIA E TIPOS DE TPRS	123
APÊNDICE E – ESTIMATIVAS ALTERNATIVAS DOS FATORES IMPACTANTES DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS (ESPECIFICAÇÕES 1 A 12)	125
APÊNDICE F – ESTIMATIVAS ALTERNATIVAS DOS FATORES IMPACTANTES DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS (ESPECIFICAÇÕES 13 A 24)	128

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A qualidade na elaboração e divulgação das informações contábeis é fundamental para auxiliar nas tomadas de decisões e no monitoramento das empresas pelos seus usuários, combatendo, assim, o problema causado pela assimetria informacional, que possibilita a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários das empresas.

Casos de escândalos que envolvem empresas de renome internacional, tais como Enron, Adelphia, Tyco, Parmalat, Bremer Vulkan, Baan Company e Satyam Computers, vêm demonstrar que a expropriação dos acionistas minoritários pode ocorrer por meio de transações com partes relacionadas (PIZZO, 2013; GORDON; HENRY; PALIA, 2004).

Entendem-se por partes relacionadas as pessoas jurídicas ou físicas que possuem relações com a empresa que reporta as informações contábeis: seus diretores, acionistas controladores, suas subsidiárias e administradores. Quando essas partes relacionadas celebram contratos entre si, tais como vendas de ativos, concessão de empréstimos, aquisição de bens e serviços, elas são consideradas transações com partes relacionadas (TPRs).

Na literatura acadêmica, observa-se preocupação quanto ao uso das TPRs em virtude de sua complexidade, que pode ocasionar a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

As pesquisas relativas às TPRs foram impulsionadas pelo estudo realizado por Gordon, Henry e Palia (2004). Os autores apresentam duas vertentes teóricas referentes aos contratos relacionados: a hipótese de conflito de interesses e a hipótese de transações eficientes.

A primeira vertente apoia a visão de que as TPRs são danosas para os acionistas minoritários, implicando expropriação da riqueza deles por parte dos controladores (acionistas majoritários) das empresas via medidas oportunistas. Tal visão pode ser relacionada com o problema de agência descrito por Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), o qual demonstra que as TPRs são prejudiciais aos valores econômicos das organizações. Corroboram essa vertente estudos que demonstram que as TPRs podem ser relacionadas com: (a) fraudes financeiras; (b) transferências de riquezas; (c) baixo valor de mercado; (d) determinantes de crises financeiras; (e) desempenho inferior; e (f) gerenciamento de

resultados. São exemplos de TPRs danosas a riqueza dos acionistas da empresa: (a) a aquisição de mercadorias com suas partes relacionadas a um preço superior ao praticado no mercado; (b) empréstimos adquiridos a uma taxa maior do que a praticada pelas instituições financeiras; e (c) transferência de ativos entre as organizações sem ônus financeiro para quem recebe a transferência.

Por outro lado, de acordo com a segunda vertente abordada por Gordon, Henry e Palia (2004), as TPRs podem ser benéficas para as empresas, atendendo, desse modo, os objetivos econômicos subjacentes a elas. Nesse contexto, as TPRs coíbem o problema de agência, visto que elas são realizadas em um ambiente com menor assimetria informacional entre as partes envolvidas no negócio e não são envolvidos terceiros alheios às organizações nas transações (KOHLBECK; MAYHEW, 2010). Assim, os acionistas minoritários são privilegiados com essas transações, que podem por causa da relação entre as partes, simultaneamente diminuir os custos das transações e melhorar a distribuição dos recursos destinados a investimentos internos da organização (ARIFF; HASHIM, 2013).

Dentre os estudos que lançam luz sobre a segunda vertente teórica discutida anteriormente, destacam-se os que relacionam a formação de grupos empresariais e as TPRs com: (a) aumento do desenvolvimento econômico; (b) aumento da infraestrutura e inovação institucional; (c) benefícios financeiros e intangíveis; (d) aumento do valor e rentabilidade financeira; (e) redução de restrições de financiamentos; e (f) distribuição dos riscos e melhor alocação de recursos. São exemplos de TPRs que contribuem para o aumento da riqueza dos acionistas da empresa: (a) utilização de fundos privados de um acionista controlador com o objetivo de ajudar uma empresa em dificuldades financeiras momentâneas; (b) aplicações em *joint venture* com a junção de distintas habilidades entre as empresas para o desenvolvimento de uma atividade econômica comum, visando ao lucro para ambas as partes do negócio; e (c) transferência de ativos para empresas situadas em locais isentos de impostos, o que pode aumentar a riqueza de todo o grupo econômico.

Desse modo, investigar os fatores impactantes das TPRs é de suma importância em âmbito nacional e internacional. Entre os fatores associados às TPRs, realçam-se suas relações com a governança corporativa, a estrutura de propriedade, a remuneração dos executivos e o desempenho contábil das empresas. Ressalta-se que o ambiente desta pesquisa é o brasileiro, que apresenta empresas com características de baixos padrões de governança corporativa (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005) e elevada concentração de sua estrutura societária (SIFERT FILHO, 1998; CARVALHAL DA SILVA, 2004; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2008), o que acarreta uma assimetria informacional nos dados

contábeis, a qual pode culminar na expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte dos controladores (acionistas majoritários) das empresas. Nesse contexto, esta pesquisa apresentará resultados associados à vertente teórica de conflito de interesses no que diz respeito à presença de contratos relacionados nas empresas analisadas.

Sobre os possíveis fatores impactantes das TPRs, as boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas são redutoras da manipulação dos preços de transferência entre as partes relacionadas (LO; WONG; FIRTH, 2010). Assim, maior monitoramento realizado por mecanismos eficazes de governança corporativa pode reduzir o risco de expropriação relacionado às TPRs (BENNOURI; NEKHILI; TOURON, 2012).

A estrutura de propriedade é um fator determinante para as TPRs. Nesse contexto, a concentração da propriedade pode resultar em expropriação por parte do acionista controlador ante os acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Desse modo, a diferença entre o direito de controle e o direito ao fluxo de caixa pode ocasionar expropriação dos demais investidores da empresa via contratos relacionados (JIANG; LEE; YUE, 2010).

A remuneração dos executivos está diretamente relacionada com o sistema de governança corporativa. Autores como Bebchuk e Fried (2004) demonstram que a ausência de mecanismos de boas práticas de governança corporativa ocasiona remuneração excessiva dos executivos, indo, desse modo, de contramão aos interesses econômicos dos acionistas minoritários. Não obstante, as TPRs podem ser utilizadas como forma de prêmio para os altos executivos, o que faz o volume delas ser alterado quando de sua vinculação com a remuneração dos executivos (HU; SHEN; XU, 2009).

Estudos evidenciam que a utilização de contratos relacionados pode impactar negativamente o desempenho das empresas (MUNIR; GUL, 2010). As evidências associam o mau desempenho contábil a piores práticas de governança corporativa (HUANG; LIU, 2010), demonstrando que os estudos que relacionam TPRs a desempenho devem levar em consideração o ambiente legal e regulamentar em que se encontram as empresas investigadas.

Desse modo, a pesquisa centra-se na discussão dos fatores impactantes relacionados à utilização de TPRs, com a intenção de contribuir para melhor entendimento delas ante as práticas de governança corporativa, as estruturas de propriedades, a remuneração dos executivos e possíveis impactos no desempenho contábil das empresas no mercado acionário brasileiro.

1.2 Definição do problema de pesquisa

Para auxiliar principalmente os acionistas minoritários, as informações contábeis-financeiras devem ser suficientes para avaliações de possíveis riscos relacionados às TPRs, uma vez que existe a possibilidade de expropriação por parte dos controladores (acionistas majoritários) da riqueza das empresas via contratos relacionados.

Cheung *et al.* (2009b) revelam que o desvio de recursos dos acionistas minoritários via contratos relacionados está associado à menor quantidade de divulgação das informações contábeis-financeiras. Essa assimetria informacional pode ser causada pela separação entre propriedade e gestão, que, de acordo com Manne (1965), dificulta o papel dos acionistas minoritários em intervir nas decisões dos altos executivos.

Estudos que analisam as determinantes das TPRs associam-nas a variáveis que representam a estrutura da governança corporativa (nível da remuneração do *Chief Executive Officer*, monitoramento interno, características do conselho de administração), que medem e caracterizam a estrutura de propriedade (nível de concentração acionária, entre outros) e desempenho contábil (EBITDA, ROA e q de Tobin), sendo estes os principais fatores analisados (HU; SHEN; XU, 2009; BERKMAN; COLE; FU, 2009; GORDON; HENRY; PALIA, 2004).

A literatura nacional carece de estudos que venham lançar luz sobre os fatores que explicam as TPRs, uma vez que poucos estudos as relacionam com mecanismos de governança corporativa e também sua relação com valor da empresa. Não obstante (até onde seja de conhecimento do autor) esta é a única pesquisa que associa contratos relacionados com remuneração executiva (diretoria e administração) em âmbito nacional.

Diante do disposto, mapear as TPRs analisando suas relações ante a qualidade do ambiente legal e regulamentar, as estruturas de propriedade e controle das empresas, a remuneração dos executivos, bem como as associações no desempenho contábil das empresas, pode ser relevante, tendo por base o lado teórico e as possíveis contribuições ao mercado acionário brasileiro, através de evidências empíricas. Para tanto, a pesquisa tenta responder à seguinte questão norteadora:

Quais são os fatores relacionados à governança corporativa, estrutura de propriedade e controle e remuneração executiva que determinam as transações com partes relacionadas e qual o impacto dessas transações no desempenho das empresas no mercado acionário brasileiro?

1.3 Objetivos

O objetivo geral da pesquisa é identificar os fatores que impactam a ocorrência das TPRs realizadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa, bem como verificar o impacto dessas transações no desempenho das empresas.

Para atender às hipóteses lançadas na pesquisa e demais prerrogativas econométricas, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- a) mapear as TPRs adotando distintas formas de classificação delas;
- b) identificar se o desempenho contábil e a remuneração excessiva dos executivos das empresas são impactados pela presença das TPRs;
- c) verificar se há associação entre as distintas classificações das TPRs e as variáveis que representam boas práticas de governança corporativa, estrutura de propriedade e controle, remuneração dos executivos e desempenho contábil;
- d) verificar se as relações identificadas no item anterior podem ser consideradas endógenas.

1.4 Justificativa do trabalho

A discussão do tema apresentado na pesquisa é justificada pela escassa literatura em âmbito nacional a respeito da associação das TPRs com os mecanismos de governança corporativa, estrutura de propriedade e controle e remuneração dos executivos. Justifica-se também pela crescente busca social e pela contínua transparência e divulgação dos números contábeis, visto que as informações referentes aos contratos relacionados são de suma importância para os investidores, que avaliam as empresas com base nesses números reportados (GE *et al.*, 2010).

O mercado acionário brasileiro é apropriado para a realização desta pesquisa pelos seguintes fatores: (a) obrigatoriedade da divulgação das transações com partes relacionadas de forma detalhada; (b) estrutura de propriedade concentrada; e (c) país emergente que possui empresas com baixos índices de governança corporativa.

Com o advento da instituição do formulário de referência (FR), a partir da introdução da Instrução 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 7 de dezembro de 2009, foi determinado, entre outros, o detalhamento das TPRs para as empresas com ações listadas em bolsa de valores no Brasil. Essa nova base de dados (formulário de referência) poderá contribuir para o aprimoramento de pesquisas em âmbito acadêmico, possibilitando estudos com resultados robustos e abrangentes.

O mercado acionário brasileiro é caracterizado pela estrutura de propriedade concentrada (SIFERT FILHO, 1998; CARVALHAL DA SILVA, 2004; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2008). Assim, tal concentração pode ocasionar, devido ao conflito de interesses, a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos controladores (acionistas majoritários), que pode ocorrer via utilização de contratos relacionados.

Carvalho da Silva e Leal (2005) identificaram a existência de um número considerado baixo (inferior a 4% na amostra de sua pesquisa) de empresas brasileiras que apresentam práticas de governança corporativa consideradas “boas”. Essa característica pode facilitar o aumento da utilização dos contratos relacionados. Nesse contexto, as boas práticas de governança corporativa exercem papel importante na redução da assimetria informacional e consequente proteção ao acionista minoritário, objetivando a redução da expropriação de sua riqueza.

Ressalta-se que países europeus, asiáticos e os Estados Unidos da América (EUA) possuem diferenças econômicas que dificultam as comparações entre achados empíricos. Desse modo, estudos realizados de forma regional são possíveis alternativas ante a não possibilidade de soluções universais (COFFE, 2005). Com isso, não se devem generalizar achados empíricos feitos em determinadas economias, pela dificuldade de comparabilidade entre elas (PIZZO, 2013).

Em contrapartida, a pesquisa se enquadra nas três condições alvitadas por Castro (2006), no que diz respeito à escolha do tema de pesquisa, a saber: importância, originalidade e viabilidade.

A importância do tema justifica-se por ser uma questão que é impactante não tão somente para os acionistas minoritários, mas para todos os usuários finais dos números contábeis. A possibilidade de identificar quais fatores determinam as TPRs proporcionará melhor entendimento do fenômeno, tendo utilidade para acionistas minoritários (na avaliação da empresa com base nos números contábeis), órgãos normatizadores (com o reforço da regulamentação das determinantes que são nocivas aos participantes do mercado acionário),

pesquisadores (no desenvolvimento de métricas mais precisas e nas possibilidades de novos estudos), entre outros.

Do ponto de vista da originalidade, esta pesquisa utiliza variáveis até então não adotadas em âmbito nacional, referentes à quantificação e classificação das TPRs e excesso de remuneração dos executivos, o que vem complementar os estudos realizados a respeito de TPRs em âmbito nacional.

Por fim, a viabilidade do projeto é constatada por existir uma base teórica internacional ampla sobre o tema, além de ter o acesso às informações necessárias, o que possibilita o desenvolvimento dos elementos dispostos na pesquisa no tempo previsto.

1.5 Delimitação da pesquisa

Pelo fato de nenhum estudo ter um fim em si, a presente pesquisa apresenta limitações no âmbito teórico, operacional e metodológico.

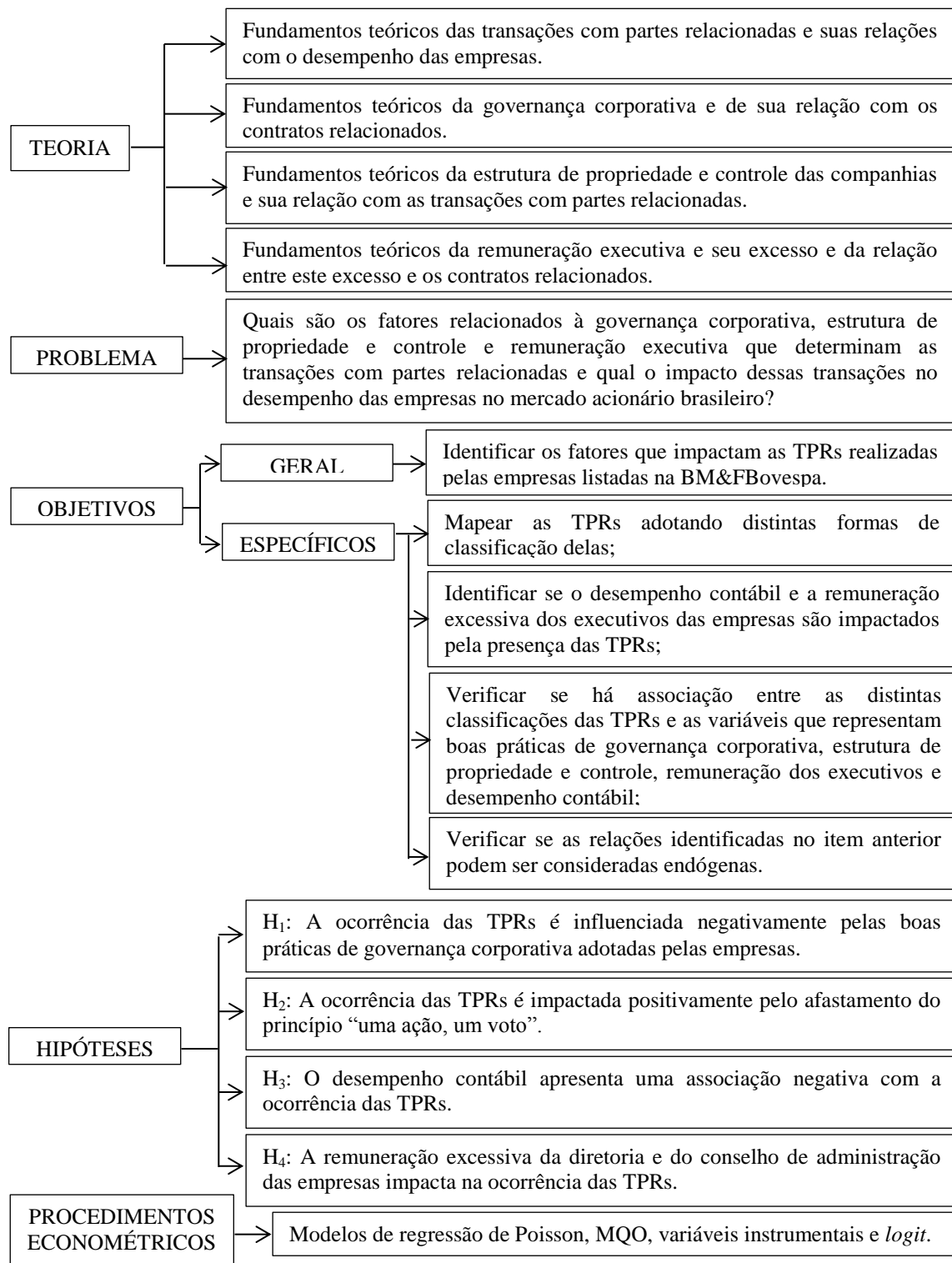
As delimitações teóricas existem pelo fato de se buscar corroborar com a vertente de conflito de interesses descrita por Gordon, Henry e Palia (2004), visto as características do mercado acionário brasileiro, considerando, assim, que todos os contratos celebrados entre partes relacionadas são danosas às empresas. Todavia não foi matéria de estudo a segregação das TPRs entre aquelas que poderiam representar benefícios às empresas. Ademais, dentre o conjunto de benefícios privados de controle, foram utilizadas as TPRs e as medidas de distanciamento do princípio “uma ação, um voto”, desconsiderando outras formas de expropriação.

Dentre as delimitações de caráter operacionais, devem ser levadas em consideração a medida de desempenho das empresas e os mecanismos de governança corporativa aplicadas na pesquisa. A medida de desempenho q de Tobin enfatiza o valor de mercado da companhia, de modo que medidas alternativas que medem o desempenho como um todo, tal como classificar a performance das empresas com a utilização de índices financeiros a partir de uma metodologia de análise envoltória de dados (DEA), não foram observados no estudo. Em relação aos mecanismos de governança corporativa, observa-se que não foram contempladas na pesquisa mecanismos como: o ativismo dos investidores; a competição do mercado de capitais; e aquisições hostis.

As delimitações metodológicas referem-se principalmente ao tamanho e

características de seleção da amostra, o que limita as inferências estatísticas a amostra analisada. Outra delimitação diz respeito ao espaço amostral que contemplou de forma principal três anos (2010, 2011 e 2012), que, juntamente com o limitado tamanho da amostra, impossibilitou a utilização de, por exemplo, a metodologia de dados em painel.

1.6 Estrutura da pesquisa

Figura 1 – Estrutura analítica da pesquisa

Fonte: Adaptado pelo autor do Manual para formatação e edição de dissertações e teses da FEA/USP (2008), p. 132. Disponível em: < [www.fea.usp.br/media/fck/File/ManualTesesdez2008\(1\).pdf](http://www.fea.usp.br/media/fck/File/ManualTesesdez2008(1).pdf) >. Acessado em: 15 de abr. 2014.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Esta seção tem por objetivo apresentar o arcabouço teórico que sustenta o objetivo geral e os específicos da presente pesquisa. Para tanto, apresenta-se a revisão teórica quanto a transações com partes relacionadas e suas perspectivas legais e práticas; desempenho das empresas; mecanismos de governança corporativa; composição da estrutura de propriedade e controle; e remuneração total e excessiva dos executivos. Assim, procura-se tanto verificar os fatores impactantes das TPRs ante as bases teóricas revisadas quanto demonstrar a associação dos contratos relacionados no desempenho das empresas e remuneração excessiva dos executivos.

2.1 Transações com partes relacionadas

2.1.1 Perspectiva legal e prática das transações com partes relacionadas

A harmonização da contabilidade brasileira ante os padrões internacionais de contabilidade, instituída com base na Lei 11.638/2007, que alterou a Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.), lançou luz sobre questões antes não contempladas e destacadas pela lei alterada. O pronunciamento técnico, de número 5, expedido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), aprovado inicialmente pela deliberação CVM n.º 560/2008 e posteriormente pela deliberação CVM n.º 642/2010, que revogou a deliberação 560/2008, é fruto da harmonização contábil, uma vez que o CPC 05 (R1) é correlacionado às normas internacionais de contabilidade, pronunciamento IAS 24 e juntamente correlacionado com as normas americanas, tendo por base o FAS 57. Não obstante, o conceito de TPRs disposto no CPC 05 (R1) será o utilizado até o restante desta pesquisa.

O referido pronunciamento, CPC 05 (R1) de 2010, discorre sobre as TPRs, tendo em seu escopo o objetivo de fornecer informações fidedignas aos usuários finais das demonstrações contábeis sobre o impacto dessas transações nos números contábeis da empresa que reporta a informação.

As partes relacionadas a determinada empresa são descritas da seguinte forma, segundo o pronunciamento técnico CPC 05 (R1) (2010, p. 3-4):

Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (nesse Pronunciamento Técnico, tratada como ‘entidade que reporta a informação’).

(a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se:

- (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação;
- (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou
- (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação.

(a) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada:

- (i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são inter-relacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si);
- (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (*joint venture*) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro);
- (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (*joint ventures*) de uma terceira entidade;
- (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (*joint venture*) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade;
- (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação;
- (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a);
- (vii) uma pessoa identificada na letra (a) (i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade).

As transferências tanto de serviços quanto de recursos, obrigações, vendas de ativos, empréstimos, garantias, entre outros, entre determinada empresa e as respectivas partes relacionadas são consideradas TPRs (CPC 05 (R1), 2010).

De acordo com o sistema jurídico brasileiro, não existe impedimento legal que coíba relações entre as partes relacionadas, salvo quando do dever de lealdade, previsto na Lei das S.A., em seu art. 155, que veta o uso de informações privilegiadas por parte dos administradores da empresa. Djankov *et al.* (2008) afirmam que nenhum país impede o uso de todos os tipos de transações, restringindo somente algumas TPRs específicas.

O desimpedimento da utilização de TPRs não isenta a empresa de atender a específicos requisitos quanto a essas transações. Tal afirmativa é verificada tendo por base os artigos 243 e 245 da Lei das S.A., que dispõe sobre a divulgação de informações relativas a investimentos em companhias coligadas e controladas, e do não favorecimento dessas

sociedades (coligadas, controladas e controladoras) em prejuízo da companhia. Ademais, o Brasil apresenta exigências para padronização da divulgação dos contratos com partes relacionadas com base nas normas de países da União Europeia e dos EUA (SILVEIRA; PRADO; SASSO, 2009).

2.1.2 Estudos referentes a transações com partes relacionadas

A incipiente literatura em âmbito nacional sobre as TPRs deixa uma lacuna, possibilitando a oportunidade para vários estudos relacionados ao tema. No Brasil, as publicações voltadas para a área de finanças na década de 90 discorreram sobre o referido tema, por meio da análise das transações entre companhias do mesmo grupo econômico. Nessa seara, trabalhos como o de Procianoy e Comerlato (1994) foram pioneiros. Os autores alertam para a possibilidade de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários, nas transações entre empresas de capital aberto do mesmo grupo econômico, com base no preço de transferência dessas transações.

Estudos voltados somente para pesquisas referentes às TPRs iniciaram-se em 2009, mediante a pesquisa realizada por Silveira, Prado e Sasso (2009), os quais investigam o ambiente jurídico e empírico das TPRs. Pela ótica jurídica, os autores demonstram existir equivalência entre as normas e a autorregulação nacional, comparadas ao ambiente internacional dos países desenvolvidos utilizados como parâmetros. Sob o aspecto empírico, analisando as empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo para 2006, os autores constataram que a relevância (montante) e ocorrência (quantidade) de TPRs possuem relações negativas, com o valor de mercado das empresas e com as boas práticas de governança corporativa, respectivamente. Porém, os autores lembram que os resultados são limitados a sua amostra e devem ser analisados com cautela pelos seguintes fatos: (a) limitação da amostra às empresas que compunham os segmentos diferenciados de governança corporativa, justificada por serem exclusivamente obrigadas pela CVM a reportar suas TPRs, o que ocasionou uma amostra composta de 49 empresas; e (b) impossibilidade de verificar uma causalidade nos resultados achados. Desse modo, não foi possível afirmar que melhores práticas de governança corporativa estão associadas a menores usos de TPRs. Essa observação se estende para a relação entre valor de mercado e TPRs.

Com o propósito de verificar o impacto das TPRs no valor de mercado das

empresas, Oda (2011) analisou as informações das empresas listadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBovespa para os anos fiscais de 2009 e 2010. Em seu estudo, a autora quantifica as TPRs com base nas notas explicativas divulgadas pelas empresas listadas em bolsa e segrega o montante dessas transações em operacionais e financeiras. A autora acredita existir uma relação negativa entre as TPRs classificadas como operacionais e o valor de mercado das empresas, porém o estudo é inconclusivo sobre as TPRs financeiras. Ademais, a pesquisa carece de procedimentos econométricos robustos para tratamento da endogeneidade, problema comum em pesquisas que utilizam variáveis associadas à qualidade da governança corporativa, sendo talvez este um dos problemas, junto com a limitação da pesquisa ao segmento do Novo Mercado, que acarretaram a não sustentação das demais hipóteses lançadas na pesquisa.

Matos (2011) aborda a influência das TPRs no desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa para o período de 2008 e 2009. O autor separa as TPRs coletadas nas demonstrações financeiras padronizadas em oito categorias e testa suas associações com as variáveis dependentes ROA e EBITDA. A referida pesquisa possibilitou verificar que transações de compras de ativos, uma das classificações adotadas, são utilizadas para elevar o retorno operacional das empresas controladoras, quando ocorrem transações desse tipo com suas controladas, atendendo parcialmente à hipótese lançada na pesquisa.

No âmbito internacional, as pesquisas referentes às TPRs foram impulsionadas pelo estudo de Gordon, Henry e Palia (2004), que analisaram 112 empresas americanas no período de 2000 a 2001. Os autores acreditam que a relação negativa entre o volume financeiro das TPRs utilizadas anteriormente à promulgação da Lei *Sarbanes – Oxley* (SOX), que proibiu empréstimos cuja parte relacionada fosse um executivo ou conselheiro da empresa, está associada a piores práticas de governança corporativa. Constatou-se também que o mercado considera as TPRs como fonte de conflito de interesses entre gestores e acionistas, uma vez que o retorno anual ajustado ao setor das empresas apresentou associação negativa com a quantidade total de TPRs.

Ainda de acordo com Gordon, Henry e Palia (2004), as TPRs possuem duas vertentes dicotômicas denominadas como hipótese de conflito de interesses e hipótese de transações eficientes. Relativamente à primeira hipótese, as TPRs são danosas às empresas, pois seus controladores (acionistas majoritários) possuem incentivos para maximizar sua riqueza, deteriorando o valor da empresa em prol de seu bem-estar pessoal; na perspectiva da segunda hipótese, as TPRs podem ser transações eficientes que beneficiam as empresas, quando os contratos relacionados atendem aos objetivos econômicos subjacentes da

companhia.

Estudos que analisam pormenorizadamente tipos específicos de TPRs merecem destaque, uma vez que analisam, com mais acurácia, o tipo específico de transação que é danosa ou não às empresas. Nesse contexto, salienta-se o estudo realizado por Cheung *et al.* (2009a), que analisam os contratos de compra e venda de ativos das companhias de capital aberto de Hong Kong envolvendo partes relacionadas e perfazendo o período de 1998 a 2000. Os autores utilizam uma amostra de 129 transações de aquisição e venda de ativos entre partes relacionadas e a comparam a uma amostra de 125 transações com terceiros não relacionados à empresa. A variável dependente da pesquisa é a diferença entre essas transações e seu valor justo. Desse modo, possibilitou-se observar que negócios envolvendo partes relacionadas são desfavoráveis para as empresas analisadas, uma vez que as vendas a partes relacionadas se realizam com valores inferiores às vendas com partes não relacionadas, e as compras de ativos são efetuadas a valores superiores, comparando-se com as aquisições de ativos com partes não relacionadas. De forma adicional, constatou-se que, com exceção do comitê de auditoria, essas transações não são impactadas por demais mecanismos de governança corporativa.

Jian e Wong (2003), ao analisarem as empresas que compõem o setor de matéria-prima na China, no período de 1997 a 2000, constataram que o mercado reconhece as vendas anormais realizadas entre partes relacionadas, como forma de manipulação dos resultados, uma vez que o retorno com esse tipo de venda é menor do que o retorno com vendas a partes não relacionadas. Adicionalmente, constatou-se que os empréstimos com partes relacionadas são utilizados como ferramenta de expropriação da riqueza das empresas.

As transações de empréstimos entre partes relacionadas são investigadas de modo específico na literatura, como pode ser observado no trabalho desenvolvido por Berkman, Cole e Fu (2009), que estudaram empresas de capital aberto chinesas que emitiram garantias de empréstimos para os detentores do bloco de controle ou empresa controlada por eles, para o ano de 1999. Os autores concluíram que empresas que praticam essas transações possuem alavancagens superiores e pior desempenho financeiro. Assim, os acionistas minoritários são expropriados por meio das transações de garantia de empréstimos.

La Porta, Lopez de Silanes e Zamarripa (2002) observaram os empréstimos concedidos por 17 bancos mexicanos às empresas controladas por seus proprietários, em 1995. Constatou-se que os empréstimos relacionados são realizados a condições comerciais mais favoráveis do que quando feitos a terceiros não relacionados e que, desse modo, as partes relacionadas beneficiam-se dessas operações. Ademais, os autores acompanharam o avanço desses empréstimos ao longo do tempo, perfazendo o período de 1995 a dezembro de

1999. Com isso observaram que os empréstimos relacionados estão associados a índices de inadimplência maiores do que os não relacionados.

Na literatura acadêmica, alguns autores argumentam que as TPRs podem ser influenciadas por fatores específicos, tais como lançamento de ações no mercado, fechamento de capital, captação de recursos, listagem da empresa no mercado de capitais, entre outros. Nessa linha, Baek, Kang e Lee (2006) abordam a possibilidade de transferência de recursos (*tunneling*) quando da colocação de valores mobiliários no mercado acionário coreano, entre empresas que compõem conglomerados expressivos (*chaebols*), perfazendo o período de 1989 a 2000. Os resultados sugerem que a discricionariedade dos controladores é determinante para a expropriação dos minoritários, visto que os preços dos títulos privados podem ser subavaliados, caso o controlador receba um benefício com o desconto do título, ou superavaliados, caso seja obtido um prêmio com a superavaliação.

Jian e Wong (2010) investigaram o mercado acionário chinês no período de 1998 a 2002. Os autores identificaram que, na presença de incentivos, tais como emissão de ações e fechamento de capital, as empresas inflam seus ganhos por meio de vendas anormais efetuadas a partes relacionadas, beneficiando assim seus acionistas controladores.

Aharony, Wang e Yuan (2010) investigaram as TPRs no período pré-lançamento de oferta pública inicial de ações (IPO) e pós-lançamento nas empresas de capital aberto chinesas, no período de 1999 a 2011. Os autores argumentam que as empresas controladas realizam vendas anormais às suas controladoras, com o objetivo de inflar os lucros da empresa que realizará a IPO. As conclusões sugerem que tais transações ocorrem pela perspectiva de as empresas controladoras explorarem, no período pós-IPO, a riqueza das empresas controladas mediante o não pagamento de empréstimos relacionados.

Os impactos das TPRs no desempenho contábil e valor de mercado das empresas podem ser verificados na pesquisa realizada por Lei e Song (2011). Nela, os autores analisaram empresas chinesas com ações listadas em Hong Kong, no período de 2002 a 2004. Os autores acreditam existirem indícios de que algumas TPRs são utilizadas com o objetivo de transferência de recursos (*tunneling*) e aumento da riqueza global do grupo econômico (*propping*), impactando assim, negativa e positivamente, o desempenho, medido pelo q de Tobin, e valor de mercado, medido pelo índice *market-to-book* (MTB) das empresas, respectivamente. Ademais, as práticas de governança corporativa são mais fracas em empresas que apresentam *tunneling* via TPRs. Esses achados complementam o estudo de Cheung, Rau e Stouraitis (2006) realizado no período de 1998 a 2000, para o mesmo mercado acionário.

Corroborando a hipótese de conflito de interesse, Munir e Gul (2010), verificando 462 empresas de capital aberto da Malásia, mostram que as TPRs impactam, de forma negativa, o desempenho das firmas medido pelo q de Tobin e ROA. Essa associação negativa é justificada pela prevalência de empresas de propriedade familiar na amostra estudada. Em perspectiva semelhante, Huang e Liu (2010) investigaram uma amostra de empresas de alta tecnologia, no período de 1998 a 2008, para o mercado acionário de Taiwan e China concomitantemente. Os autores relacionam as TPRs com o desempenho das empresas, adotando como variáveis de interesse o ROA, q de Tobin, ROE, valor de mercado agregado (MVA) e valor econômico agregado (EVA). Os principais achados indicam que as TPRs são negativamente associadas com as medidas de desempenho para as empresas listadas na bolsa de valores da China, sendo essa associação justificada por ineficazes mecanismos de governança corporativa chineses.

2.2 Governança corporativa

2.2.1 Contextualização

A teoria da firma descreve a empresa como um nexo de relações contratuais. Assim, as imperfeições decorrentes das relações contratuais, junto com as informações incompletas entre o mercado acionário e os gestores das empresas, são o cerne dessa teoria. Desse modo, a governança corporativa surge para minimizar os conflitos levantados pela teoria da firma e teoria da agência.

O conceito da teoria da firma foi inicialmente empregado no estudo realizado por Coase (1937), que descreve os custos de transações. Coase explica que as empresas são constituídas com base em relações contratuais entre os participantes e são estruturadas para atuar diretamente no mercado em face de seus agentes econômicos, objetivando minimizar os custos de acessar o mercado.

Colabora para o desenvolvimento da teoria da firma o estudo de Alchian e Demsetz (1972). Nele os autores asseveram que a firma surge para minimizar possíveis conflitos de interesses entre os membros de uma equipe. Para sustentarem seu entendimento,

os autores apresentam o problema do oportunismo, que é causado pela complexidade quando da medição do desempenho e alocação das responsabilidades características em um processo de produção em equipe. Ademais, Williamson (1985; 1979; 1975) e Klein, Crawford, e Alchian (1978) argumentam o oportunismo relacionado às empresas.

Jensen e Meckling (1976), em seu estudo seminal, vieram preencher uma lacuna na literatura acrescentando à teoria da firma a introdução do problema de agência, por meio da teoria da agência, como um fator a ser considerado nas relações contratuais. Segundo os autores, o problema de agência surge da relação de quando uma ou mais pessoas (o principal) possuem uma relação contratual com outra pessoa (o agente) que tomará decisões a respeito da empresa em seu nome. Assim, o problema de agência ocorre quando existe o conflito de interesses entre o agente, que agirá no objetivo de maximizar seu bem-estar pessoal, e o principal, que deverá alinhar os seus interesses ao dos gestores ocasionando em custos (custo de agência).

No intuito de minimizar os problemas de agência, causados pelos contratos incompletos, conflitos de interesses e assimetria informacional, surge a governança corporativa. Silveira (2002, p. 14) define governança corporativa como o “[...] conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionista e gestores pela redução dos custos de agência, numa situação de separação entre propriedade e gestão.”

Nesse sentido, o mercado acionário brasileiro representado pela sua bolsa de valores implementou em 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa, com o objetivo de premiar as empresas que os compõem, demonstrando serem adeptas às boas práticas de governança corporativa. Ressalta-se, no ambiente nacional, o papel do Instituto de Governança Corporativa (IBGC) criado em 1995, que, desde 1999, disponibiliza um código de melhores práticas de governança corporativa.

Estudos nacionais referentes à estrutura e aos mecanismos de governança corporativa se fazem necessários devido a sua importância em nível econômico e social. Nesse contexto, Silveira *et al.* (2009) analisam a adoção voluntária às melhores práticas de governança corporativa e suas determinantes. Os autores afirmam existir uma evolução, mesmo que lenta, da governança corporativa de forma global, porém o mesmo não é encontrado quando analisado em nível de firma.

Com base na construção de um índice de governança corporativa (IGC) adequado ao mercado acionário brasileiro, Carvalhal da Silva e Leal (2005) mostram, entre outros resultados, que menos de 4% das empresas analisadas, de um total de 131, apresentam práticas de governança corporativa consideradas “boas”. Complementarmente constatou-se

que melhor governança corporativa possui correlação positiva com desempenho contábil superior.

Sroul (2005) investiga os mecanismos alternativos de governança corporativa em seu estudo, no qual identificou que as empresas que possuíam ADR (*American Depositary Receipt*) nível II ou que compunham o nível 1 de governança corporativa da Bovespa apresentaram melhor desempenho quando da ocasião de crises (crise asiática, julho de 1997 a agosto de 1998, desvalorização do real, 13 de janeiro de 1999 e o atentado terrorista de 11 de setembro de 2001).

Dentre outros estudos no mercado acionário brasileiro, destacam-se as pesquisas que evidenciam que melhores práticas de governança corporativa impactam positivamente o retorno e a liquidez (QUENTAL, 2007), o valor de mercado das empresas medido pelo q de Tobin e múltiplo PBV (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006) e a geração de retornos anormais das ações (NAKAYASU, 2006).

Tendo por base os estudos anteriormente citados, a governança corporativa no Brasil parece ser uma ferramenta associada a maior valor de mercado, desempenho, retorno anormal e liquidez das ações. Ademais, a governança corporativa assume papel de proteção aos acionistas porque reduz a volatilidade das ações da empresa e minimiza o impacto de acontecimentos externos (crises).

2.2.2 Relação entre governança corporativa e transações com partes relacionadas

Pela ótica de que as TPRs são danosas às empresas e com base no problema de agência, a estrutura de governança corporativa e os mecanismos de monitoramento eficazes podem ser utilizados para aliviar a propensão de ocorrência de conflitos de interesses entre os controladores (acionistas majoritários) e acionistas minoritários relacionados às TPRs. Desse modo, estudos nessa seara vêm demonstrar a importância do tema em diversos mercados acionários.

Nesse contexto, adotando como *proxy* para expropriação via transferência de recursos, a diferença entre as contas a receber e as contas a pagar às partes relacionadas, Gao e Kling (2008) associam *tunneling* às características de governança corporativa no mercado acionário chinês. Entre seus achados, os autores acreditam que a presença de membros externos no conselho de administração, a qualidade dos relatórios de auditoria e a estrutura de

propriedade dispersa coíbe a prática de *tunneling* em sua forma operacional.

Verificando a qualidade da auditoria externa como fator atenuante da propensão de TPRs utilizadas como ferramenta para expropriação dos acionistas minoritários, Bennouri, Nekhili e Touron (2012) analisaram 85 empresas francesas para o período de 2002 a 2005. Os achados indicam existir uma relação negativa entre a presença de um auditor externo de alta qualidade (*big four*) e a ocorrência de TPRs. Tal resultado apresenta maior significância estatística quando da presença de dois auditores externos considerados de alta qualidade.

Lo, Wong e Firth (2010) abordam a influência da estrutura de governança corporativa como ferramenta para minimizar a manipulação de preços de transferência nas vendas relacionadas. Os resultados indicam que boas práticas de governança corporativa restringem a manipulação dos resultados via preços de transferências para o mercado acionário chinês.

Os estudos que relacionam as TPRs aos diversos mecanismos de governança corporativa e ao desempenho contábil e valor da empresa mostram que as TPRs, em sua grande maioria, são danosas às empresas, seguindo assim a vertente de conflito de interesses e que os mecanismos de governança corporativa eficazes podem atenuar o efeito danoso das TPRs.

Nesse contexto, para uma amostra de empresas listadas na bolsa de valores de Taiwan para o período de 1997 a 2006, Chien e Hsu (2010) realizaram uma pesquisa para verificar uma possível relação entre os contratos com partes relacionadas, desempenho da empresa e mecanismos de governança corporativa. Os principais achados empíricos indicam existir uma relação negativa entre as TPRs e desempenho da empresa medido pelo ROA, corroborando a vertente de conflito de interesses. Adicionalmente verificou-se uma relação positiva entre as *proxies* de governança corporativa (empresas de auditoria externa consideradas de alta qualidade e independência dos conselheiros) e desempenho da empresa (ROA).

As pesquisas sobre TPRs devem levar em consideração o ambiente legal e regulamentar em que se encontram as empresas estudadas. Com base no disposto, Djankov *et al.* (2008) analisam as normas jurídicas que regulamentam as TPRs, em um estudo que abrange 72 países. Para operacionalizar a pesquisa, os autores construíram um índice (*anti-self-dealing*) compatível entre os países, para verificar empiricamente o modo pelo qual o sistema jurídico impacta a ocorrência das TPRs. Entre os achados, os países que apresentam melhor proteção ao direito dos acionistas minoritários, tais como o poder de agir *ex-ante-facto* da ocorrência dos contratos relacionados por meio de mecanismos como a votação deles,

pertencem a mercados de ações desenvolvidos. Ademais, os autores acreditam que uma divulgação contínua das operações relacionadas e interligada com uma maior simplicidade de acionar a justiça, para os casos em que os acionistas minoritários se sentirem lesados, impactará positivamente o desenvolvimento do mercado acionário.

Lawrence e Smith (2011) chamam a atenção para o problema de arbitragem regulatória. O problema levantado diz respeito ao fato de a empresa buscar listar-se em mercados de ações que sejam menos rígidos, no que diz respeito à aprovação e utilização das TPRs. Nesse contexto, os autores levantam o fato de empresas asiáticas buscarem listagem primária em mercado como o dos EUA, uma vez que, mesmo tendo elevados padrões de governança corporativa, os acionistas minoritários desse mercado possuem poucas ferramentas para coibir e analisar as TPRs *ex-ante-facto*, possibilitando assim a ocorrências de expropriação da riqueza desses acionistas por parte dos controladores (acionistas majoritários) das empresas.

Pelos estudos anteriormente citados, é possível observar que as pesquisas indicam uma correlação negativa entre os mecanismos de governança corporativa eficientes e as características dos contratos relacionados. Ressalta-se que a possível relação negativa entre TPRs e desempenho contábil pode ser amenizada por ocasião da presença de boas práticas de governança corporativa.

2.3 Estrutura de propriedade e controle

2.3.1 Contextualização

A separação entre propriedade e controle pode reduzir o valor das empresas devido ao conflito de interesses causado entre os controladores e demais acionistas. Desse modo, faz-se necessária a investigação dessa separação tanto em propriedades concentradas, aquelas em poder de poucos acionistas, quanto em propriedades difusas, empresas com um grande número de pequenos acionistas.

Em seu estudo seminal realizado nas grandes corporações dos EUA, Berle e Means (1932) verificaram o domínio de empresas com propriedades difusas, demonstrando,

assim, que o comando das companhias não pertence aos seus proprietários, e sim aos gestores das empresas, o que pode impactar o seu desempenho corporativo. Nesse contexto, os gestores, na intenção de maximizar seu bem-estar pessoal, podem causar a expropriação da riqueza dos demais acionistas por diversos tipos de arranjos, entre os quais se destaca a expropriação via contratos relacionados.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnel e Servaes (1990) desenvolveram, de forma pioneira, estudos empíricos que analisaram a relação levantada por Berle e Means (1932), a de que a estrutura de propriedade impacta o desempenho das empresas. Neles os autores evidenciaram uma relação monotônica significativa, indicando que o grau de concentração da estrutura de propriedade impacta o valor da empresa. Todavia, tais estudos se utilizaram de regressões isoladas, considerando as variáveis de estrutura de propriedade unicamente como exógenas. Ademais, esses resultados podem mudar devido ao uso de métodos econométricos mais robustos que considerem tais variáveis como endógenas (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

Autores como Shleifer e Vishny (1997) apoiam a visão de que a concentração de controle é danosa às empresas, em virtude da possibilidade de expropriação dos demais acionistas pelos seus controladores e do desalinhamento entre seus interesses. Não obstante, essa expropriação pode ser acentuada por estruturas indiretas de controle, nas quais os controladores podem aumentar sua participação votante na empresa sem que nela haja um proporcional aumento de seus investimentos. Assim, as diferenças entre direitos sobre controle (voto) e direitos sobre o fluxo de caixa (número de ações pertencentes ao acionista) ocasionam, de modo geral, expropriações ante os acionistas minoritários e consequente redução do valor de mercado da empresa. Ressalta-se que essas diferenças ferem o princípio de “uma ação, um voto”.

Para obter a separação entre direito sobre o controle e direito sobre o fluxo de caixa e consequente afastamento do princípio “uma ação, um voto”, destacam-se os seguintes mecanismos: (a) emissão de ações sem direito a voto; (b) voto exercido por procuração; (c) “cartéis de votos” ocasionados por posse cruzada de ações; (d) acordos de voto entre os acionistas; e (e) esquemas de estruturas piramidais (ALDRIGHI, 2000).

Em seu estudo, Claessens, Djankov e Lang (2000) investigam o desvio do princípio “uma ação, um voto” para nove economias do leste asiático. Nele identificou-se que a maioria das empresas analisadas possui controle concentrado em posse de um único acionista ou uma família. Ademais, verificou-se que maior distanciamento entre o direito sobre controle e direito sobre o fluxo de caixa é intensificado por mecanismos de

participações cruzadas e estruturas em pirâmide. De modo similar, Faccio e Lang (2002) chegaram a resultados semelhantes analisando 13 economias da Europa.

Claessens *et al.* (2002), em seu estudo realizado com 1301 empresas de capital aberto de oito economias do leste asiático, associaram os efeitos do controle e propriedade sobre o fluxo de caixa ao valor da empresa. Os achados indicam que empresas com um elevado grau de concentração do controle sobre o fluxo de caixa apresentam uma avaliação do mercado negativa (efeito entrincheiramento), e, de forma inversa, a magnitude da propriedade de fluxo de caixa do maior acionista afeta positivamente a avaliação da empresa (efeito incentivo).

Em seu estudo seminal, La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (1999) analisaram a estrutura de controle e de propriedade em uma grande gama de países. Os achados indicam que empresas localizadas em países com fraca proteção dos direitos dos acionistas minoritários são mais afetadas por esquemas piramidais, o que pode aumentar o conflito de interesses entre os controladores e os demais acionistas. Além do mais, observou-se a prevalência de empresas de controle familiar para companhias de grande e pequeno porte. Ressalta-se que o controle familiar geralmente é intensificado por participações cruzadas, estruturas piramidais e acordos de votos (VILLALONGA; AMIT, 2006).

No Brasil, o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários é intensificado devido à predominante concentração da estrutura de propriedade acionária. Essa afirmativa pode ser verificada nos estudos de Siffert Filho (1998) e Carvalhal da Silva (2004). O primeiro autor identificou a concentração da estrutura de propriedade em arranjos familiares e multinacionais estrangeiras. Carvalhal da Silva (2004) observou, em uma amostra de 255 empresas para o ano de 2000, que aproximadamente 90% das empresas da amostra possuíam acionista majoritário. O controle delas distribuía-se em controladas por grupos familiares (108 empresas), investidores estrangeiros (60 empresas), investidores institucionais (19 empresas) e governo (16 empresas).

Leal e Carvalhal da Silva (2008) investigaram a estrutura acionária (direta e indireta) e o valor das empresas para as companhias de capital aberto, perfazendo os anos de 1998, 2000 e 2002. Os resultados da pesquisa indicam que empresas com composição acionária direta apresentam ser concentradas e ter, em linhas gerais, único acionista com elevada percentagem de direito sobre o controle em companhias com acionistas majoritários (em média 77% do direito a voto). Em relação ao desempenho das empresas (q de Tobin e ROA), entre os achados empíricos, é possível verificar que empresas com controlador direto não são menos valorizadas em relação a empresas sem esses controladores.

Os achados relacionados na literatura a respeito do distanciamento do princípio “uma ação, um voto” são estes:

1. Maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores está associada com mais incentivos à expropriação dos acionistas minoritários.
2. Maior expropriação dos acionistas minoritários está associada a um valor de mercado das empresas menor.
3. Maior concentração dos direitos ao fluxo de caixa pelos acionistas controladores está associada com menos incentivos para a expropriação dos acionistas minoritários.
4. Desvio maior entre os direitos de voto e de fluxo de caixa do acionista controlador está associado a um menor valor das empresas.
5. O uso de estruturas indiretas de controle que aumentem o desvio entre os direitos de voto e de fluxo de caixa do acionista controlador está associado a um menor valor das empresas.
6. A presença de detentores de grandes blocos de ações com direito a voto, além do controlador, influencia positivamente no valor das empresas. (LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2008, p. 300-301).

Ao analisarem a evolução da estrutura de propriedade de todas as empresas com ações negociadas na bolsa de valores para o período de 1997 a 2002, Aldrighi e Mazzer Neto (2007) acreditam que os esquemas de estrutura piramidal são fruto de manobras para beneficiar as empresas envolvidas. Ademais, a diferença entre os direitos sobre controle e sobre fluxo de caixa é intensificada pelo uso de estruturas indiretas, emissão de ações sem direito a voto e acordos de acionistas.

Bortolon (2013) estuda as determinantes e as consequências da escolha da utilização das estruturas de controle piramidal ou horizontal, para 271 empresas em 2004 e 257 empresas em 2006, com ações negociadas na bolsa de valores. Entre seus achados, a autora verificou que as participações acionárias realizadas por meio de pirâmides apresentaram maior separação entre o direito sobre controle e direito sobre o fluxo de caixa do que as empresas com estruturas horizontais, sendo essa relação positivamente correlacionada com os níveis até o acionista último.

2.3.2 Estrutura de propriedade e controle e suas relações com as transações com partes relacionadas

As pesquisas que relacionam estrutura de propriedade e controle e TPRs utilizam

como variáveis para quantificar as estruturas de propriedade e controle as estruturas piramidais, a concentração de propriedade, o desvio do princípio “uma ação, um voto” e as relacionam com desempenho, valor das empresas e mecanismos de governança corporativa.

Com o objetivo de desenvolver empiricamente uma metodologia generalizada para medir o grau do desvio de recursos das empresas por parte de seus acionistas controladores, Bertrand, Mehta, e Mullainathan (2002) estudaram as empresas indianas que tiveram seu controle estabelecido por estruturas piramidais (grupos empresariais) no período de 1989 a 1999. No estudo, identificou-se que as empresas do topo da pirâmide, aquelas em que os acionistas controladores detêm maior direito sobre o fluxo de caixa, apresentaram melhores ganhos contábeis, medidos pela variável dependente fluxo de caixa, que é definida como o lucro antes de amortização, juros e impostos sobre os ativos, do que as empresas perto da base da pirâmide, aquelas em que os acionistas controladores detêm menor direito sobre o fluxo de caixa. Ademais, verificou-se que as diferenças nos ganhos contábeis podem ser resultantes de itens não operacionais, tais como as transferências de ativos.

Ao analisarem 1.377 empresas de capital aberto chinesas para os anos de 1996 a 2006, Jiang, Lee e Yue (2010) observaram que os empréstimos feitos para os controladores foram utilizados como mecanismo de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários e que empresas com maior volume financeiro desses empréstimos poderão obter menor desempenho operacional futuro. Evidenciou-se também que a expropriação é intensificada quando os controladores possuem maior direito sobre o controle em comparação com o direito sobre o fluxo de caixa.

Tendo em vista que os acionistas controladores utilizam as TPRs de forma arbitrária para alcançar benefícios de controle, Tong e Wang (2008) constataram que, quando a participação no capital social dos controladores é maior do que 50%, estes se utilizam das TPRs para aumentar a riqueza da empresa de forma global (*propping*). De modo distinto, quando essa participação é menor que 50%, os controladores usam das TPRs como mecanismo de expropriação dos acionistas minoritários (*tunneling*), com o objetivo de maximizar seu bem-estar pessoal.

Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) analisaram, de forma adicional em sua pesquisa, a ocorrência de TPRs em 799 empresas de 22 países. Os autores acreditam que as TPRs visam a desviar as receitas das empresas onde o acionista controlador detém menor participação acionária para aquelas em que eles possuem maior participação. Os resultados empíricos revelam que o desvio está relacionado negativamente com o valor da empresa e é atenuado pela presença de conselheiros independentes (*proxy* para mecanismo eficaz de

governança corporativa).

Juliarto (2012) analisou empresas pertencentes a cinco países asiáticos (Indonésia, Malásia, Filipinas, Singapura e Tailândia) no período de 2006 a 2009. O autor utilizou as TPRs como *proxy* de *tunneling*. Os resultados indicaram uma relação positiva entre propriedade familiar e *tunneling*, indicando que empresas com concentração de propriedade familiar apresentam incentivos para expropriar os demais acionistas via contratos relacionados. Este estudo é condizente com a pesquisa realizada por Chen e Wu (2010), que identificaram um aumento das TPRs danosas aos acionistas minoritários para empresas que possuem maior propriedade familiar.

A literatura revista anteriormente parece demonstrar indícios de que o grau de desvio do princípio “uma ação, um voto”, de forma tanto direta como indireta, apresenta uma associação positiva com as TPRs, tendo por base que elas são utilizadas com o objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários. Do mesmo modo se espera que os acionistas em última instância tendam a maximizar suas riquezas em detrimento a dos demais investidores.

2.4 Remuneração dos executivos

2.4.1 Contextualização

O nível da remuneração dos executivos está diretamente ligado à estrutura de governança corporativa das empresas, visto que é possível existir um desalinhamento de interesses entre o principal e o agente devido ao baixo poder pertencente aos acionistas na definição da remuneração dos executivos, demonstrando, desse modo, a importância do impacto do problema de agência nas empresas.

Os elementos de um sistema de remuneração executiva podem envolver a remuneração fixa e variável, os benefícios, a participação acionária e demais formas especiais de compensação (WOOD JUNIOR; PICARELLI FILHO, 1999).

A literatura que relaciona práticas de governança corporativa e remuneração dos executivos é ampla e muitos autores analisam o impacto dos elementos do sistema de

remuneração no desempenho das empresas. Nesse contexto, Attaway (2000) analisou 42 empresas do setor de computadores e eletrônicos nos EUA, perfazendo o período de 1992 a 1996 e associando o desempenho das empresas (ROE) com a remuneração do CEO (*Chief Executive Officer*). As evidências empíricas demonstraram existir uma associação positiva, porém com baixo poder explicativo, entre as variáveis analisadas.

Na mesma perspectiva, Ozkan (2007) relacionou a remuneração do CEO ao desempenho (retorno da ação e ROA) e controlou os efeitos da governança corporativa em companhias britânicas no período de 1999 a 2005. A autora acredita existir uma relação positiva das medidas de remuneração, salário-base e bônus com o desempenho das empresas, porém não foi possível sustentar a hipótese de uma associação entre remuneração total e desempenho.

Por sua vez, Krauter (2009) não encontrou evidências de uma associação positiva e estatisticamente significativa na relação remuneração dos executivos e desempenho financeiro para 44 empresas industriais no período de 2006 e 2007. No estudo, para operacionalizar a variável dependente, a autora utilizou a informação referente a salário mensal e variável, mais três índices elaborados para a pesquisa: benefícios, carreira e desenvolvimento. Na operacionalização da variável independente referente a desempenho financeiro, ela utilizou o crescimento das vendas, retorno sobre o patrimônio líquido e margem líquida sobre as vendas.

Aggarwal e Samwick (2006) revelam que o desempenho sofre impacto da remuneração, porém ressaltam que o nível de remuneração considerado “bom” para a empresa é intrínseco às suas características, demonstrando assim que essa relação não possui uma correlação positiva contínua proporcional devido a fatores endógenos à empresa. Desse modo, existe a presença de endogeneidade nessa relação, causada pela incompreensão de saber se melhor desempenho acarreta aumento na remuneração ou se o contrário ocorre (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

Algumas pesquisas visam ao detalhamento dos elementos do sistema de remuneração – *stock options*, compra de ações da empresa, retorno das ações e bônus em dinheiro – (FIRTH; TAM; TANG, 1999), que são utilizados para alinhar os interesses dos executivos com o dos acionistas.

Murphy (1998) sustenta que os instrumentos financeiros *stock options* são um dos principais elementos que compõem a remuneração dos executivos nos EUA. DeFusco, Johnson e Zorn (1990) afirmam que, quando da aprovação de determinado plano de opções de ações, a variação do preço das ações tende a ser positivo. Santos e Perobelli (2009)

concluíram que o anúncio de planos de opções de ações pode explicar os retornos negativos da empresa, uma vez que esses planos podem incentivar a expropriação dos acionistas minoritários por parte dos gestores das empresas brasileiras, principalmente devido ao excesso da diluição da participação acionária.

2.4.2 Remuneração excessiva dos executivos e suas relações com as transações com partes relacionadas

A literatura que explica as determinantes da remuneração dos executivos é extensa¹. Funchal e Terra (2006) analisaram 67 empresas em sua pesquisa multipaíses (Argentina, Brasil, Chile e México) para verificar as determinantes da remuneração executiva. As evidências empíricas indicaram que o tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural dos ativos, apresentou uma relação positiva com a remuneração dos executivos, porém tanto as medidas de desempenho (contábil e de mercado) quanto os mecanismos de governança não foram determinantes da remuneração executiva. De acordo com Murphy (1985), as pesquisas empíricas indicam que as *proxies* para tamanho da empresa são as principais determinantes da remuneração dos executivos, diferentemente das *proxies* que medem o desempenho das empresas.

O excesso de remuneração dos executivos pode estar associado ao ambiente legal e regulamentar em que se encontram as empresas. Nesse contexto, Bebchuk e Fried (2004) demonstram que a ausência de mecanismos de boas práticas de governança corporativa implica uma remuneração excessiva dos executivos.

Nesse contexto, destaca-se a pesquisa realizada por Core, Holthausen e Larcker (1999). Nela os autores aplicaram um modelo econométrico tido como ideal para capturar, com base em determinantes econômicos, a remuneração do CEO. Os autores afirmam que a remuneração é mais elevada em empresas que adotam estruturas de governança fracas. Ademais, identificou-se que o efeito entrincheiramento da gestão influencia na expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores, sendo este um mecanismo para o excesso de

¹ São exemplos de estudos empíricos que analisam as determinantes da remuneração executiva: Bereskin e Cicero (2013), Core, Guay e Larcker (2008) e Mehran (1995) para os EUA; Shiwakoti (2012) e Conyon (1997) para o Reino Unido; Kato, Kim e Lee (2007) para a Coreia; Firth, Fung e Rui (2006) para a China; O'Neill e Iob (1999) para a Austrália; Hearn (2013) para o mercado do norte do continente africano (Argélia, Egito, Marrocos e Tunísia).

compensação dos executivos.

Em suma, pode-se verificar que o nível de remuneração executiva parece estar associado a fracos mecanismos de governança corporativa e desempenho empresarial considerado inferior. Assim, a fixação de uma remuneração excessiva é danosa à empresa, estando estreitamente ligada ao problema de agência.

A teoria dos contratos de incentivos, definida inicialmente por Chester Barnard (1938 *apud* LAFFONT; MARTIMORT, 2001) em seu célebre livro *The Function of the Executive*, discorre sobre os incentivos adequados para a remuneração da gestão, demonstrando que incentivos inadequados são opostos aos propósitos da organização. Com base nessa teoria, as operações que envolvem partes relacionadas podem ser utilizadas como parte do sistema de compensação dos gestores. Assim, é de esperar que empresas que vinculem parte da compensação dos gestores aos contratos relacionados apresentem problemas de agência, uma vez que, quando os gestores considerarem sua remuneração direta baixa, eles trabalharão para maximizar a utilização das TPRs com o objetivo de se beneficiarem com essas operações.

Em seu estudo, Hu, Shen e Xu (2009) investigaram a relação da utilização das TPRs com as características de governança e estrutura de propriedade das empresas cotadas na China. Nele foram observadas 69.049 operações com partes relacionadas entre 2002 e 2006. Entre os achados, evidenciou-se que a remuneração dos três maiores acionistas possui uma relação negativa com o montante de TPRs; sendo assim, quanto menor a compensação desses acionistas, maior será o montante de TPRs. Desse modo, os autores acreditam que os maiores acionistas utilizam as TPRs para “complementarem” sua remuneração, expropriando, dessa maneira, a riqueza dos acionistas minoritários via contratos relacionados.

Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010) verificam o impacto dos contratos relacionados na compensação, normal e excessiva, do CEO de empresas americanas. No estudo, os autores subdividiram as TPRs em dois grupos: os de TPRs consideradas simples (empréstimos, garantias, acordos de consultoria, serviços jurídicos e de investimento e arrendamento mercantil) e os das complexas (atividades ligadas às empresas, atividades comerciais não relacionadas, reembolso e transações com ações). As evidências referentes à remuneração do CEO apontam uma associação negativa entre a remuneração e a probabilidade da ocorrência de um tipo de TPR, indicando que, quanto menor a remuneração em dinheiro, maior a probabilidade da utilização de TPRs na empresa. Isso demonstra que o CEO considera como parte de sua compensação a utilização de TPRs.

Complementarmente, Kohlbeck e Mayhew (2004) analisaram a remuneração

excessiva do CEO utilizando como base a metodologia adotada por Core, Holthausen e Larcker (1999) e introduzindo nela as TPRs para avaliar o seu impacto nessa remuneração. Os resultados indicaram que o excesso de remuneração não está associado com as TPRs em sua totalidade. Todavia, quando utilizadas as TPRs estratificadas em simples e complexas, os resultados são distintos, uma vez que as TPRs complexas estão positivamente associadas com a remuneração excessiva do CEO, tanto a remuneração em dinheiro quanto aquela em dinheiro e em opções de ações. Assim, esse tipo de transação é reconhecido pelo CEO como fonte de expropriação dos acionistas minoritários.

A remuneração dos executivos é um item questionável junto com sua vinculação aos contratos relacionados; isto posto, diversas partes interessadas demonstram atenção ao tema.

Tendo por base os estudos revisados é esperável que o excesso de remuneração dos membros da diretoria e do conselho de administração exerça uma relação negativa com o desempenho das empresas, uma vez que a remuneração “normal” do CEO exerce uma relação positiva com o desempenho (ATTAWAY, 2000; OZKAN, 2007). Com base no problema de agência, a associação da parcela não explicada da remuneração aos contratos relacionados é ambígua, uma vez que a possível relação negativa entre excesso de remuneração e TPRs ocorre quando os executivos consideram os contratos relacionados como forma complementar de sua remuneração, de modo que os membros da diretoria e do conselho de administração podem utilizar os contratos relacionados para expropriar a riqueza dos acionistas ao invés de utilizarem o excesso de remuneração. Todavia, como este excesso é a parcela não explicada da remuneração, uma associação positiva entre os contratos relacionados a este excesso indicará que as TPRs são suas determinantes, sendo uma de suas variáveis explicativas.

3 METODOLOGIA

Este capítulo apresenta a seleção da amostra, os aspectos econométricos, a parametrização das variáveis utilizadas, os modelos econométricos propostos para atender às hipóteses levantadas, bem como as possíveis correções e adequações desses modelos.

3.1 Seleção das empresas e tratamento da amostra

A população desta pesquisa é constituída das companhias brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa para o período de 2010 a 2012. Visto que se adotou o procedimento de variáveis instrumentais e aplicou-se o desvio-padrão para o cálculo de algumas variáveis, foram analisadas as informações financeiras, apresentadas de forma anual, das empresas, perfazendo o período de 2005 a 2012.

As informações financeiras necessárias para operacionalização da pesquisa foram coletadas dos formulários de referência (FR) emitidos pelas empresas e disponibilizados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Foram utilizados os seguintes itens dos referidos formulários: itens 12, 13 e 15, remuneração executiva; item 12.8, dualidade do CEO e quantidade de conselheiros independentes; itens 15.1 e 15.2, afastamento do princípio “uma ação, um voto” de forma indireta e identidade do acionista último; e item 16.2, contratos relacionados. As demais variáveis foram obtidas do banco de dados do *software* Economática® e do *site* da BM&FBovespa.

Considerando a população do estudo, a amostra foi constituída em três etapas: primeiramente foram excluídas as empresas do setor financeiro em razão de suas particularidades (HEALY; WAHLEN, 1999); depois foram selecionadas as 200 empresas com maior liquidez de suas ações na bolsa de valores para 2013; e posteriormente se adotou um método de amostragem aleatória simples para definição de 70 empresas (Apêndice A) entre as 200 com maior liquidez, constituindo, assim, a amostra final da pesquisa.

A seleção das 200 empresas com maior índice de liquidez foi adotada, primeiramente, porque empresas com negociação mais frequente de ações tendem a disponibilizar as suas informações de forma mais completa. Ademais, visto que o presente estudo se caracteriza como documental, tanto a ausência de dados como a falta de acurácia na divulgação deles dificultam o desenvolvimento da pesquisa.

Devido à multidimensionalidade no conceito de liquidez, adotou-se como *proxy* empírica para sua mensuração o índice “liquidez em bolsa” disponibilizado no banco de dados do *software* Economática®, que apresenta a seguinte fórmula matemática:

$$\text{Liquidez em bolsa} = 100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\left(\frac{n}{N} * \frac{v}{V}\right)} \quad (\text{equação 1})$$

Onde:

p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido;

P = número total de dias do período escolhido;

n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido;

N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido;

v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido;

V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

Ressalta-se que se adotou para o cálculo do índice citado a quantidade de ações *outstanding* (quantidade total de ações subtraída da quantidade de ações em tesouraria). Salienta-se também que foi considerada somente uma classe de ação por empresa; desse modo, apenas a classe de ação com maior volume para o período analisado foi considerada no cálculo do índice de liquidez.

Dando prosseguimento na constituição da amostra, o procedimento de seleção da amostra final seguiu o método de amostragem aleatória simples, com o auxílio de uma tabela de números aleatórios². Nesse ponto, foram selecionadas 70 empresas dentre as 200 que apresentaram maior liquidez de suas ações.

A aplicação desta metodologia é justificada pela relevância do tamanho (ativo total) das empresas selecionadas na amostra final em relação à população de empresas, como pode ser observado na Tabela 1 a seguir.

Tabela 1 – Resumo dos critérios de seleção da amostra

Etapas da amostragem	Denominação das etapas	Variáveis de relevância		Proporção das etapas em relação à quantidade total**	Proporção das etapas em relação ao tamanho total**
		Quantidade de empresas	Ativo total		
1. ^a etapa	População (após exclusão do setor financeiro)*	380	9.573.617.498,00	100%	100%
2. ^a etapa	Empresas com maior índice de liquidez em bolsa	200	8.793.680.252,00	52,63%	91,85%
3. ^a etapa	Seleção aleatória das empresas	70	3.996.088.086,00	18,16%	41,74%

Fonte: Elaborada pelo autor.

* O ativo total representa a soma dos ativos das empresas ao longo dos anos analisados, ou seja, é a soma

² - Extraída parcialmente de – Rand Corporation. **A million random digits with 100,000 normal deviates.** New York: The Free Press, 1955.

do ativo total das empresas para 2010 a 2012. Assim, foram excluídas as empresas que não apresentaram valores de ativos para os anos analisados.

** As fórmulas para os cálculos das proporções, quantidade de empresas em relação ao ativo total e ativo das empresas em relação ao ativo total são as seguintes: 1.^a etapa $\rightarrow (1.^a \text{ etapa} / 1.^a \text{ etapa}) * 100$; 2.^a etapa $\rightarrow (2.^a \text{ etapa} / 1.^a \text{ etapa}) * 100$; e 3.^a etapa $\rightarrow (3.^a \text{ etapa} / 1.^a \text{ etapa}) * 100$.

Como pode ser observado com base na Tabela 1, verifica-se que a proporção de empresas selecionadas na 2.^a etapa da amostragem é expressiva, visto que elas representam 52,63% de toda a população. Ainda de acordo com as análises da 2.^a etapa, observa-se que as 200 empresas selecionadas no momento representam 91,85% do ativo total (*proxy* para tamanho) de toda a população. Assim, é possível afirmar que somente as maiores empresas foram contempladas nessa etapa.

Analisando a 3.^a etapa, verifica-se que, mesmo as empresas da amostra final (70) representando somente 18,16% da quantidade da população, sua representatividade em relação ao tamanho (ativo total) é considerável, uma vez que os ativos totais das 70 empresas selecionadas que compõem a amostra final representam 41,74% dos ativos totais da população.

Inicialmente, com base na totalidade de empresas selecionadas que compunham a amostra final, foram excluídas duas empresas (Paranapanema e Lan Chile) por não apresentarem o FR no período analisado. Desse modo, a amostra passou a ser constituída por 68 empresas.

Para atender aos objetivos qualitativos da pesquisa, bem como manter a homogeneidade na coleta de dados, foram excluídas da amostra final as companhias que não apresentaram nenhuma informação sobre TPRs para o período analisado (três empresas: LAEP Investments, Profarma e Technos) e aquelas que apresentam informações sobre os seus contratos relacionados em campos diferentes do 16.2 do FR (cinco empresas: Copasa, Eletropaulo, Fras-le, Teka e Tupy). Assim, foi excluída a totalidade de oito empresas nesta análise.

Continuando nos critérios de seleção da amostra, foram excluídas as empresas que não apresentaram informação no campo “data transação” – item 16.2 do FR. A ausência dessa informação impossibilita a apuração correta dos contratos relacionados realizados por ano, em razão da dificuldade em definir tanto a data inicial quanto a final da ocorrência das TPRs. Diante do disposto, foram excluídas da amostra quatro empresas (CPFL Energia, CSI, OI e São Martinho) que apresentaram a falta da característica anteriormente citada.

Com base na amostra final, iniciou-se a coleta de dados referentes aos contratos

relacionados. Após a coleta inicial, foram excluídas as operações que não integravam o conceito de TPRs. A exclusão dessas observações ocorreu após sua análise detalhada em relação ao seu conceito emitido por meio do pronunciamento CPC 05 (R1) (2010). A exclusão das observações que não se enquadraram no conceito de TPRs acarretou a eliminação de uma empresa da amostra (CSU). Com isso, a amostra final para a coleta das demais variáveis ficou composta por 55 empresas distribuídas no período de 2010 a 2012.

Dando continuidade ao tratamento de dados, foram coletadas as demais variáveis para cumprir as hipóteses e objetivos alçados. Depois de terem sido coletados os dados, excluíram-se de cada ano as empresas que não apresentaram observações para cálculo das variáveis, o que acarretou uma exclusão de duas empresas (CPFL Renovável e Randon Participações), resultando em uma amostra final composta por 53 empresas.

Ressalta-se que, quando foi utilizado o FR como fonte de dados, optou-se pelo uso do mais recente no período analisado, devido à fidedignidade de seus dados.

3.2 Definição teórica e operacional das variáveis

As variáveis utilizadas nos modelos econométricos propostos, bem como seu sinal esperado, foram sustentadas pela teoria revista na seção 2 desta pesquisa.

Para verificar as variáveis dependentes propostas nos modelos econométricos, foram inseridas variáveis independentes a fim de captar os efeitos dos mecanismos de governança corporativa e ambiente legal; do desempenho das empresas; dos desvios entre direitos sobre controle e direitos sobre fluxo de caixa; e do excesso de remuneração executiva. Também foram adicionadas variáveis de controle para isolar as características intrínsecas das firmas.

A operacionalização das variáveis utilizadas estão resumidas nos Quadros 1 e 3 dispostos nas subseções 3.2.1 e 3.2.6 desta pesquisa.

3.2.1 Medidas de transações com partes relacionadas

As variáveis utilizadas na pesquisa, com o propósito de classificar e mensurar as TPRs, foram selecionadas com base nos estudos realizados por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010) e Silveira, Prado e Sasso (2009).

Em seu estudo, Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010) inicialmente identificam as empresas que divulgaram a realização de uma ou mais TPRs nos períodos analisados. Após essa análise inicial, classificaram os contratos relacionados em dez tipos e posteriormente os segregaram em dois grupos: o de empresas com transações consideradas simples e o de empresas com transações complexas. De acordo com os autores, as transações simples envolvem menor número de contas das demonstrações financeiras e são compostas das seguintes operações: (a) empréstimos para um parceiro relacionado; (b) empréstimos solicitados; (c) garantias; (d) acordos de consultoria; (e) serviços jurídicos ou de investimento; (f) e arrendamentos. Por sua vez, as transações complexas envolvem maior número de contas das demonstrações financeiras, as quais são compostas das seguintes operações: (a) atividades de negócios relacionados; (b) atividades de negócios não relacionados; (c) reembolso de despesas; (d) e transações com ações. As definições operacionais para classificações dessas variáveis estão descritas detalhadamente na parte A do Quadro 1.

A ênfase da pesquisa realizada por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010) está na presença ou não de contratos relacionados, não se preocupando com o valor deles, mitigando, assim, as possíveis inconsistências sobre os valores divulgados, focando um aspecto qualitativo das TPRs.

A metodologia utilizada por Silveira, Prado e Sasso (2009) foca o panorama quantitativo e qualitativo das TPRs. Em sua pesquisa, os autores utilizam quatro aspectos para apurar os contratos relacionados: (a) número de transações realizadas no período analisado; (b) tipos das transações; (c) contrapartes envolvidas nas transações; e (d) montantes envolvidos nas transações. Depois de quantificados esses aspectos, os autores convertem-nos em variáveis, descritas pormenorizadamente na parte B do Quadro 1.

Destaca-se que a metodologia proposta por Silveira, Prado e Sasso (2009) foi modificada no que tange aos tipos de classificação de contratos relacionados, visto que foi incluída a locação de bens móveis no conceito de locação e foram incluídas a compra e venda de ativos, consideradas como um tipo de classificação. Dando continuidade às alterações, quando da identificação das contrapartes envolvidas, foram adicionadas as separações em grupos das operações envolvendo acionistas relevantes e empresas sobre controle comum.

Ressalta-se que os montantes dos contratos relacionados foram transformados em valores absolutos. Tal procedimento foi adotado pelo fato de algumas empresas da amostra

terem apresentado valores negativos quando os contratos relacionados representavam saída de caixa.

Não obstante, foram criadas variáveis binárias que separam os montantes dos contratos relacionados (TPR_VAL, TPR/VMC e TPR/REC) que compunham o quartil superior e inferior da amostra, com o objetivo de verificar o impacto da intensidade da utilização das TPRs.

Quadro 1 – Resumo das variáveis referentes às operações com partes relacionadas

“continua”

Parte A – Metodologia adotada na pesquisa realizada por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010)			
Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
TPR_S	Classificação das TPRs consideradas operações simples.	Variável quantitativa mensurada a partir da identificação em grupo de seis variáveis binárias para classificar as TPRs quanto ao seu tipo, assumindo o valor de 1 (um) para a presença e 0 (zero) para a ausência de um dos seguintes tipos: (a) empréstimos para um parceiro relacionado (a companhia concede empréstimos para parceiros relacionados. Programas de empréstimos de funcionários são considerados transação de um parceiro relacionado); (b) empréstimos solicitados (um parceiro relacionado tem quantias que foram tomadas como empréstimo ou como garantia em caso de débito da empresa); (c) garantias (o débito garantido da empresa de um parceiro relacionado); (d) acordos de consultoria (a empresa e um parceiro relacionado fizeram um acordo no qual o parceiro relacionado fornece serviços de consultoria para a empresa); (e) serviços jurídicos ou de investimento (a empresa recebe serviços jurídicos ou de investimentos de um parceiro relacionado); e (f) arrendamentos mercantis (a empresa fez um acordo de arrendamento com um parceiro relacionado).	FR item 16.2
TPR_C	Classificação das TPRs consideradas operações complexas.	Variável quantitativa mensurada a partir da identificação em grupo de quatro variáveis binárias para classificar as TPRs quanto ao seu tipo, assumindo o valor de 1 (um) para a presença e 0 (zero) para a ausência de um dos seguintes tipos: (a) atividades de negócios relacionadas (a empresa e o parceiro relacionado estão envolvidos em atividades de negócios, incluindo pesquisa e desenvolvimento, que estão ligados às operações principais da empresa. As atividades geralmente resultam em vendas, custos de vendas, gastos em pesquisa e desenvolvimento, recebíveis e pagáveis); (b) atividades de negócios não relacionadas (o parceiro relacionado fornece à empresa serviços que são eventuais para as operações principais da empresa); (c) reembolso de despesas (a empresa e o parceiro relacionado estão em acordo para que um parceiro forneça administração de serviços ao outro parceiro por meio de uma taxa); e (d) transações com ações (a empresa e o parceiro relacionado participam de transações que envolvem transferência de ativos, negócios e/ou interesses de propriedade).	FR item 16.2
Parte B – Metodologia adotada na pesquisa realizada por Silveira, Prado e Sasso (2009)			
Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
TPR_N	Total de contratos relacionados durante o ano.	Número total de TPRs divulgadas no período.	FR item 16.2
TPR_ESP1	Classificação das TPRs – especificação 1.	Grupo de três variáveis binárias para classificar as TPRs quanto ao seu tipo, assumindo o valor de 1 (um) para a presença e 0 (zero) para a ausência de um dos seguintes tipos: (a) financeiras (operações financeiras com dispêndio de caixa, tais como empréstimos, etc.); (b) garantias (operações sem desembolso de caixa abrangendo aval ou garantias da empresa); e (c) operacionais (operações que envolvem a atividade da empresa, tais como marcas e fornecimentos de matéria-prima, etc.).	FR item 16.2

Quadro 1 – Resumo das variáveis referentes às operações com partes relacionadas

Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
TPR_ESP2	Classificação das TPRs – especificação 2.	Grupo de oito variáveis binárias para classificar as TPRs quanto ao seu tipo, assumindo o valor de 1 (um) para a presença e 0 (zero) para a ausência de um dos seguintes tipos: (a) aval e garantias; (b) mútuo e empréstimos; (c) debêntures; (d) prestação de serviços; (e) locação de bens móveis e imóveis; (f) rateio de despesas; (g) compra e venda de mercadorias; e (h) outros (operações que não se enquadram nas definições anteriores).	FR item 16.2
ASSOC	Tipo de associação da contraparte com a empresa.	Grupo de sete variáveis binárias para classificar as contrapartes envolvidas nas operações relacionadas quanto a sua associação, assumindo o valor 1 (um) para a presença e 0 (zero) para a ausência de uma das seguintes associações: (a) controladora (se a contraparte era controladora da empresa); (b) controlada (se a contraparte era controlada pela empresa); (c) coligada (se a contraparte era coligada da empresa); (d) administrador (se a contraparte era algum administrado ligado diretamente à empresa ou empresa ligada a ele); (e) acionista relevante (se a contraparte era algum acionista considerado relevante para empresa); (f) controle comum (se a contraparte era uma empresa do grupo empresa); e (g) outros (transações que envolvem mais de um tipo de contraparte).	FR item 16.2
TPR_VAL	Valor das TPRs.	Montante total em reais e valores absolutos na sua forma logarítmica das TPRs durante o ano.	FR item 16.2
TPR_VAL.D	Segregação do valor das TPRs.	Variável binária igual a 1 (um) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs componham o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs componham o quartil inferior da amostra durante o período analisado.	FR item 16.2 e Econômica
TPR/REC	Relevância das TPRs em relação à receita das companhias.	Montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida durante o período.	FR item 16.2 e Econômica
TPR/REC.D	Segregação da relevância das TPRs em relação à receita das companhias.	Variável binária igual a 1 (um) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida componham o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida componham o quartil inferior da amostra durante o período analisado.	FR item 16.2 e Econômica

Fonte: Adaptado pelo autor com base na Tabela A1, constante na página 135, e na Tabela 3, constante na página 57, das pesquisas realizadas por Kohlbeck e Mayhew (2010) e Silveira, Prado e Sasso (2009), respectivamente.

Nota 1: ln representa o logaritmo natural.

Nota 2: FR é a abreviação de formulário de referência.

3.2.2 Mecanismos de governança corporativa

De acordo com a literatura revista na seção 2 desta pesquisa, identificou-se que mecanismos eficazes de governança corporativa assumem um papel de proteção aos direitos dos acionistas minoritários, de modo a reduzir o conflito de interesses dentro das organizações. Assim, no Brasil, as boas práticas de governança corporativa são tidas como um “selo” de qualidade para as empresas que as praticam, impactando a ocorrência das TPRs e o desempenho das empresas.

Com base no disposto, adotaram-se *proxies* com o objetivo de mensurar o conceito de governança corporativa: (a) índice de qualidade das práticas de governança corporativa (IPGC); (b) dualidade das funções do CEO; e (c) número de conselheiros independentes.

A variável correspondente ao IPCG foi proposta por Leal e Carvalhal da Silva (2007) e composta de um questionário, presente no Apêndice B desta pesquisa, com perguntas objetivas relacionadas à *disclosure*, composição e funcionamento do conselho, ética e conflitos de interesses e direitos dos acionistas, as quais foram respondidas com base nos dados publicados pelas empresas. A presença da característica analisada assume uma determinada pontuação; sendo assim, o valor do índice é o somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário.

A variável que representa o acúmulo das funções exercidas pelo CEO é classificada por uma variável binária igual a 1 (um) caso o CEO também atue como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário. A utilização dessa variável e suas relações com as TPRs podem ser verificadas em trabalhos, tais como os realizados por Lo, Wong e Firth (2010), Hu, Shen e Xu (2009), Cheung, Rau e Stouraitis (2006) e Gordon, Henry e Palia (2004).

Por fim, utilizou-se a proporção de conselheiros independentes em relação à quantidade total de conselheiros administrativos da empresa como medida de mecanismo eficaz de governança corporativa. São exemplos de pesquisas que relacionam a presença de conselheiros independentes às TPRs, os estudos realizados por Juliarto (2012) e Bennouri, Nekhili e Touron (2012), Lo, Wong e Firth (2010).

3.2.3 Medidas de desempenho

Com base nos trabalhos revistos na seção 2, é possível verificar que alguns autores adotam medidas de desempenho tanto como variáveis dependentes tanto como independentes, quando da análise das características das TPRs.

Para a pesquisa adotou-se o q de Tobin como *proxies* para desempenho das empresas, sendo calculado de acordo com a metodologia desenvolvida por Chung e Pruitt (1994), que utilizam o q de Tobin aproximado para tornar as estimativas do coeficiente confiável, devido a sua facilidade operacional, como pode ser observado a seguir:

$$QTOBIN = \frac{\text{Valor de mercado} + \text{Dívida total}}{\text{Ativo total}} \quad (\text{equação 2})$$

Onde:

$QTOBIN$ = *proxy* para desempenho da empresa;

Valor de mercado = valor de mercado das ações (PN e ON) das empresas negociadas na bolsa de valores;

Dívida total = dívidas da empresa. As dívidas são calculadas com base na subtração do valor contábil dos passivos circulantes (VCPC) do valor contábil dos ativos circulantes (VCAC) e adicionado do valor contábil dos estoques (VCE) e das dívidas de longo prazo (VCDLP), resultando na seguinte equação: Dívida total = VCPC – VCAC + VCE + VCDLP;

Ativo total = ativo total da empresa.

3.2.4 Medidas de propriedade e controle

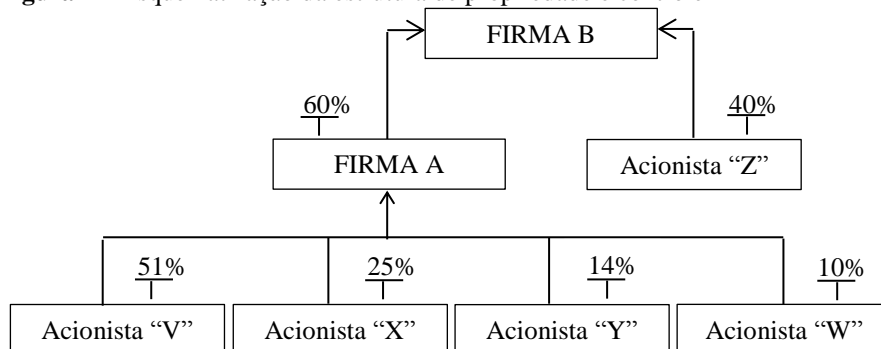
Para o cálculo das variáveis referentes à estrutura de propriedade e controle, verificaram-se as formas de composição acionária direta e indireta. Acionistas diretos são os titulares das ações da própria companhia, cuja identificação se dá para os acionistas que possuem mais do que 5% do capital votante dessas ações, de acordo com a legislação brasileira. A composição acionária indireta é representada pelos acionistas em última instância, proprietários da empresa, ou seja, a participação indireta ocorre quando uma empresa possui ações de outra empresa, fazendo-se necessário o entendimento da composição acionária dessa segunda empresa, objetivando a identificação do acionista em última instância, sendo esse geralmente uma família, o estado, estrangeiros ou o fundo de pensão.

Uma vez que a legislação brasileira não proíbe a emissão de ações sem direito a voto, analisou-se a participação dos maiores acionistas nas ações com direito a voto

(participação no controle) e a participação dos maiores acionistas na totalidade das ações, independentemente de serem com ou sem direito a voto (participação total).

Adotou-se a metodologia desenvolvida por Carvalho da Silva (2002) para apuração das proporções do capital acionário votante e capital acionário total. Para exemplificarmos a metodologia utilizada no estudo, tomemos por base a Figura 2 a seguir:

Figura 2 – Esquemática da estrutura de propriedade e controle



Fonte: Adaptado pelo autor com base na Figura 4 constante na página 73 da pesquisa realizada por Carvalho da Silva (2002).

O cálculo das participações na propriedade, tendo por base a Figura 2 e a metodologia utilizada por Carvalho da Silva (2002), é realizado pelo critério da multiplicação dos percentuais. E, para calcular o direito de controle, adota-se como critério o menor valor da cadeia de direitos de voto. Assim, o acionista “V” tem 30,60% ($51\% \times 60\%$) da propriedade e controla 60% da firma B, uma vez que ele detém o controle da firma A, o acionista “X” tem 15% ($25\% \times 60\%$) da propriedade e 0% de controle da firma B, “Y” tem 8,4% ($14\% \times 60\%$) da propriedade e 0% do controle da firma B, “W” tem 6% ($10\% \times 60\%$) da propriedade e 0% do controle da firma B e “Z” tem 40% da propriedade e do controle de forma direta e indireta da firma B.

Ressalta-se que serão utilizadas variáveis binárias para caracterizar a identidade do maior acionista último, assim como nos trabalhos realizados por Bortolon (2013) e Carvalho da Silva (2002). O cálculo da proporção da participação no controle e participação total será realizado para o maior e para o agrupamento dos três maiores acionistas. Com o cálculo dessas variáveis, poder-se-á mensurar o afastamento do princípio “uma ação, um voto”, sendo a razão entre a proporção da participação no controle e a da participação total.

3.2.5 Remuneração excessiva dos executivos

Nesta pesquisa, primeiramente foi utilizada a metodologia empregada no estudo de Funchal e Terra (2006) como medida para captar as determinantes da remuneração total dos executivos (diretoria e CA). A utilização dessa metodologia justifica-se pelo fato de ela ter sido aplicada em diversos países, inclusive no Brasil, o que possibilita a comparação entre os resultados.

Após a utilização do modelo econométrico empregado por Funchal e Terra (2006) aplicou-se o conceito proposto por Core, Holthausen e Larcker (1999) para separar a parcela excessiva da remuneração total. Os autores consideram que a remuneração excessiva é obtida do resíduo do modelo de regressão utilizado para captar as determinantes da remuneração executiva. Assim, o resíduo do modelo econométrico utilizado na pesquisa de Funchal e Terra (2006) será utilizado para o desenvolvimento de uma *proxy* que meça a remuneração excessiva.

A metodologia proposta por Funchal e Terra (2006) utiliza-se de determinantes de desempenho, estrutura da governança corporativa e demais características da empresa, dando origem ao seguinte modelo econométrico:

$$Y_f = \alpha + \sum_{i=1}^J \beta_i V_{if} + \sum_{j=J+1}^K \beta_j X_{jf} + \sum_{k=K+1}^L \beta_k W_{kf} + \sum_{l=L+1}^M \beta_l Z_{lf} + e_f \quad (\text{regressão 1})$$

Em que:

Y_f = remuneração executiva total para a empresa “f”;

V_{if} = “J” indicadores de desempenho;

Sendo compostos por: ROA (retorno sobre os ativos); SROA (risco operacional); CRESC (crescimento de valor de mercado das ações) e Q (*q* de Tobin).

X_{jf} = “K-J” características de governança corporativa;

Sendo composto por: TOTBD (tamanho do conselho de administração); BD_AGE (idade dos conselheiros); GINDEP (independência); DUAL (dualidade); NEXEC_BD (executivos no conselho); BD_TENURE (*tenure* dos conselheiros); BD_EDUC (grau de instrução dos conselheiros); BD_N_INDEP (número de conselheiros independentes); OWN (concentração acionária); CAC (natureza do controle acionário).

W_{kf} = “L-K” características da diretoria (executivos);

Sendo composto por: CEO_AGE (idade média dos executivos); CEO_TENURE (*tenure* dos executivos); CEO_EDUC (grau de instrução dos executivos); CEO_TOT (número de executivos).

Z_{lf} = “M-L” características das empresas;

Sendo composto por: SIZE (tamanho).

No Quadro 2 são apresentadas as operacionalizações e demais observações a respeito das variáveis que compõem o modelo econométrico proposto por Funchal e Terra (2006).

Quadro 2 – Resumo das variáveis utilizadas no modelo econométrico proposto por Funchal e Terra (2006)

“continua”

Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
Variável dependente			
Y	Remuneração executiva	Remuneração total (salário somado dos bônus e <i>stock options</i>).	FR item 13.2
Indicadores de desempenho			
ROA	Retorno sobre os ativos	Lucro líquido dividido pelo ativo total.	Economática
SDROA	Risco operacional	Desvio-padrão do ROA para 5 (cinco) anos anteriores*.	Economática
CRESC	Crescimento de valor de mercado das ações	Média aritmética do crescimento do valor de mercado das ações para 5 (cinco) anos anteriores*.	Economática
Q	<i>q</i> de Tobin	Valor de mercado das ações mais as dívidas dividido pelo ativo total da empresa**.	Economática
Características da governança corporativa			
TOTBD	Tamanho do conselho de administração	Ln (número de conselheiros do conselho de administração).	FR item 12.8
BD_AGE	Idade dos conselheiros	Ln (idade média dos conselheiros).	FR item 12.8
GINDEP	Independência	Proporção de conselheiros externos. Ln (0,01 + número de conselheiros externos dividido pelo número total de conselheiros, expresso em percentual).	FR item 12.8
DUAL	Dualidade	<i>Dummy</i> assumindo o valor de 1 (um) se o CEO também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário.	FR item 12.8
NEXEC_BD	Executivos no conselho	Ln (0,01 + número de executivos presentes no conselho de administração/número total de conselheiros).	FR item 12.8
BD_TENURE	<i>Tenure</i> dos conselheiros	Ln (número de anos como conselheiro na companhia).	FR item 12.8
BD_EDUC	Grau de instrução dos conselheiros	Ln da média aritmética simples do grau de instrução dos conselheiros segundo a seguinte escala: 0 = sem graduação; 1 = graduação; 2 = especialização; 3 = mestrado; 4 = doutorado; 5 = pós-doutorado.	FR item 12.8
BD_N_INDEP	Número de conselheiros independentes	Número de conselheiros independentes.	FR item 12.8
OWN	Concentração acionária	Totalidade das ações apurada de forma direta para os 3 (três) maiores acionistas.	Economática
CAC	Natureza do controle acionário	<i>Dummy</i> assumindo o valor de 1 (um) se o controle acionário direto pertencer ao governo e 0 (zero) caso contrário.	Economática

Quadro 2 – Resumo das variáveis utilizadas no modelo econométrico proposto por Funchal e Terra (2006)

			“conclusão”
Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
Características da diretoria (executivos)			
CEO_AGE	Idade média dos executivos	Ln (idade média dos executivos).	FR item 12.8
CEO_TENURE	<i>Tenure</i> dos executivos	Ln (número de anos como executivo na companhia).	FR item 12.8
CEO_EDUC	Grau de instrução dos executivos	Ln da média aritmética simples do grau de instrução dos administradores segundo a seguinte escala: 0 = sem graduação; 1 = graduação; 2 = especialização; 3 = mestrado; 4 = doutorado; 5 = pós-doutorado.	FR item 12.8
CEO_TOT	Número de executivos	Ln (número total de executivos da companhia).	FR item 12.8
Características da empresa			
SIZE	Tamanho	Ln (total dos ativos da companhia).	Economática

Fonte: Adaptado pelo autor com base na Tabela 3 (Fonte de dados), presente na página 14, da pesquisa realizada por Funchal e Terra (2006).

* Quando não disponíveis valores para os últimos cinco anos anteriores para o cálculo das variáveis SDROA e CRESC, foram considerados os anos existentes para cálculo da média aritmética. Exemplo: caso tenha disponíveis valores do ROA para 2010, 2009 e 2008, o cálculo da variável SDROA para 2009 será $[(ROA \text{ de } 2009 + ROA \text{ de } 2008) / 2]$, já tendo como base o ano de 2010, a variável SROA será calculada da seguinte forma $[(ROA \text{ de } 2010 + ROA \text{ de } 2009 + ROA \text{ de } 2008) / 3]$.

** Com o objetivo de padronizar o cálculo das variáveis, adotou-se a metodologia proposta por Chung e Pruitt (1994) para estimativa do q de Tobin aproximado, cuja operacionalização detalhada está descrita na subseção 3.2.5 desta pesquisa.

Nota 1: Ln representa o logaritmo natural.

Nota 2: FR é a abreviação de formulário de referência.

Faz-se necessário informar que foi retirada do modelo original proposto por Funchal e Terra (2006) a variável referente a país, por não fazer parte do escopo da presente pesquisa. Fez-se necessário também a retirada da variável que representa setor econômico de atuação devido a inconsistências econométricas nos modelos estimados quando de sua utilização. Essas inconsistências ocorrem pelo fato de se verificar somente uma empresa pertencente a um determinado setor no período amostral.

Dando continuidade aos ajustes ao modelo proposto por Funchal e Terra (2006), adotou-se a mesma metodologia aplicada pelos autores no cálculo da variável GINDEP (independência) para o cálculo da variável NEXEC_BD (executivos no conselho). A utilização da mesma metodologia é justificada pela padronização no cálculo das variáveis.

Ressalta-se que Funchal e Terra (2006) utilizaram nas estimativas de seu modelo de regressão somente as variáveis que possuíam valores, o que os levou a eliminar da regressão as variáveis com dados faltantes para suas mensurações. Todavia, para esta pesquisa serão utilizadas todas as variáveis presentes no modelo de regressão utilizado por Funchal e

Terra (2006), após os ajustes já mencionados, excluindo da amostra as empresas que não apresentarem dados para a mensuração de todas as variáveis.

Depois de estimados os parâmetros³ do modelo empregado por Funchal e Terra (2006), aplicou-se o conceito adotado por Core, Holthausen e Larcker (1999) para extrair o excesso de remuneração executiva de acordo com a seguinte equação:

$$\text{EXCESSO} = Y_f - \hat{Y}_f \quad (\text{equação 3})$$

Em que:

Y_f = remuneração executiva total da empresa f;

\hat{Y}_f = valor previsto da remuneração executiva total da empresa f estimado pela regressão 1.

Neste ponto foi considerado que os cocientes positivos provenientes da equação 3 são tidos como excesso de remuneração e os cocientes negativos não o são. Desse modo, com o objetivo de operacionalizar tal variável, utilizou-se uma variável binária que assume o valor de 1 (um), caso a empresa apresente excesso de remuneração, e 0 (zero), caso contrário. Ademais, foram elaboradas variáveis binárias para captar o efeito da interação do excesso de remuneração com a separação do montante dos contratos relacionados em quartis.

3.2.6 Variáveis de controle

Para isolar os efeitos das características intrínsecas das empresas que podem influenciar as variáveis dependentes utilizadas na pesquisa, tal como para contornar o problema de endogeneidade dos dados, fez-se necessário o uso de um conjunto de variáveis de controle, a saber: (a) nível de endividamento; (b) tamanho da empresa; (c) composição dos ativos; (d) crescimento dos ativos; (e) idade da empresa.

As escolhas dessas variáveis de controle são justificadas como seguem:

- a) nível de endividamento — empresas com maior grau de alavancagem da dívida podem se deparar com restrições de empréstimos devido à elevada utilização de capital de terceiros (HSU, 2004), como também podem gerar custos adicionais devido às exigências externas de quem fornece esse capital (JENSEN; MECKLING, 1976). Para captar a alavancagem da dívida, adotou-

³ As estimativas para os parâmetros do modelo proposto por Funchal e Terra (2006) foram geradas adotando-se a matriz de correlação de White (1980) para coibir possíveis problemas de heterogeneidade. Não obstante, visto que o modelo proposto por Funchal e Terra (2006) se apresentou como acessório, as estimativas para ele não foram declaradas, estando disponíveis para o (a) leitor (a) quando solicitadas ao autor da dissertação.

se como *proxy* a razão entre a dívida total e o ativo total. Autores como Gao e Kling (2008), em sua pesquisa que associam *tunneling* às características de governança corporativa, e Baek, Kang e Lee (2006), em seu estudo que aborda a possibilidade de *tunneling* entre empresas que compõem conglomerados expressivos (*chaebols*), utilizam-se da variável nível de endividamento;

- b) tamanho da empresa — o tamanho da empresa pode influenciar no seu custo político devido à atenção dispendida pelo governo, que é equalizada de acordo com o porte das companhias (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Ademais, as demonstrações financeiras se tornam mais complexas devido ao reflexo gerado pelo maior tamanho das empresas (HOCHBERG, 2011). Assim, adotou-se como *proxy* para tamanho o logaritmo natural dos ativos totais da empresa. São exemplos de estudos que relacionam TPRs com o tamanho das organizações as pesquisas realizadas por Lo, Wong e Firth (2010), Hu, Shen e Xu (2009), Cheung, Rau e Stouraitis (2006) e Kohlbeck e Mayhew (2004);
- c) composição dos ativos — as empresas podem sofrer impactos no seu desempenho devido à composição de seus ativos, e, desse modo, a proporção de ativos intangíveis é uma variável intrínseca à empresa que pode influenciar nos fatores impactantes das TPRs. Segundo Lev (2001), as empresas podem obter retornos anormais resultando em aumento de sua riqueza e crescimento, com base nos seus ativos intangíveis. Porém, devido à dificuldade de valoração e monitoramento, os ativos intangíveis podem ser utilizados em operações de *tunneling* (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999). Aplicou-se como *proxy* para composição dos ativos a proporção em relação ao ativo total dos ativos intangíveis da empresa. Gopalan, Nanda e Seru (2007), em sua pesquisa que analisa os empréstimos relacionados, e Oda (2011), em seu trabalho que relaciona as TPRs ao desempenho das empresas, utilizam-se da variável referente à composição dos ativos;
- d) crescimento dos ativos — de acordo com a teoria de *Pecking Order* proposta por Myers (1984), empresas que apresentam grande oportunidade de crescimento necessitam de maiores níveis de capital de terceiros. Assim, essa maior necessidade de investimentos externos apresenta-se como uma determinante para adoção de melhores práticas de governança corporativa (KLAPPER; LOVE, 2002). Nesse contexto, adotou-se como *proxy* para crescimento dos ativos a variação percentual entre o ativo total e ativo total

defasado em um período. As pesquisas realizadas por Chien e Hsu (2010) e Berkman, Cole e Fu (2009) adotam como variável de controle medidas de crescimento dos ativos quando associam as TPRs ao desempenho e mecanismos de governança corporativa;

- e) idade da empresa — o desempenho pode ser impactado pela idade das empresas devido ao maior conhecimento de mercado adquirido ao longo do tempo (COOLEY; QUADRINI, 2001; EVANS, 1987). Ademais, a idade da empresa pode apresentar uma associação positiva com boas práticas de governança corporativa (ALMEIDA; SANTOS, 2008). A variável que representa a idade da empresa é resultante da diferença em ln entre a data final da coleta de dados (31/12/2010, 31/12/2011 e 31/12/2012) e a data de constituição da companhia. As pesquisas realizadas por Kohlbeck e Mayhew (2010), Cheng e Chen (2007) e Ryngaert e Thomas (2007) utilizam variáveis referentes à idade da empresa em seus estudos que relacionam valor das empresas a contratos relacionados.

Adiante é apresentado o Quadro 3 com o resumo das variáveis referentes a mecanismos de governança corporativa, medida de desempenho, medidas de propriedade e controle, remuneração excessiva dos executivos e variáveis de controle apresentadas ao longo desta seção.

Quadro 3 – Resumo das demais variáveis utilizadas na pesquisa

“continua”			
Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
Mecanismos de governança corporativa			
IPGC	Índice de qualidade das práticas de governança corporativa (IPGC)	Índice resultante da somatória de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007).	Infoinvest, CVM e relatórios anuais das empresas.
CONSELHEIROS	Proporção de conselheiros independentes	Proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração.	FR item 12.8
DUALIDADE	Dualidade	Variável binária igual a 1 (um) se o CEO também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário.	FR item 12.8
Medida de desempenho			
QTOBIN	q de Tobin	$QTobin = \frac{\text{Valor de mercado} + \text{Dívida total}^*}{\text{Ativo total}} \quad (\text{equação 2})$	Economática
Medidas de propriedade e controle			
DESVD	Percentuais de desvio entre direitos sobre controle e direitos sobre fluxo de caixa do maior acionista de forma direta	Razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta.	Economática
DESVD3	Percentuais de desvio entre direitos sobre controle e direitos sobre fluxo de caixa dos três maiores acionistas de forma direta	Razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta.	Economática
DESVI	Percentuais de desvio entre direitos sobre controle e direitos sobre fluxo de caixa do maior acionista de forma indireta	Razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta.	FR itens 15.1/15.2
DESVI3	Percentuais de desvio entre direitos sobre controle e direitos sobre fluxo de caixa dos três maiores acionistas de forma indireta	Razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta.	FR itens 15.1/15.2
PF	Identidade do maior acionista último	Variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário.	FR itens 15.1/15.2
INSTITUCIONAL	Identidade do maior acionista último	Variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos ou fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário.	FR itens 15.1/15.2
ESTRANGEIRO	Identidade do maior acionista último	Variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário.	FR itens 15.1/15.2

Quadro 3 – Resumo das demais variáveis utilizadas na pesquisa

			“conclusão”
Sigla	Denominação das variáveis	Definição operacional	Fonte de dados
GOVERNO	Identidade do maior acionista último	Variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa seja uma empresa o governo e 0 (zero) caso contrário.	FR itens 15.1/15.2
Remuneração executiva			
EXCESSO	Excesso de remuneração dos administradores (diretoria e CA)	Variável binária igual a 1 (um) caso a empresa tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário.	Oriundo da equação 3.
EXCESSOxD1	Efeito do excesso de remuneração	Variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis TPR_VAL.D.	Oriundo da equação 3, FR itens 16.2 e Economática.
EXCESSOxD2	Efeito do excesso de remuneração	Variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis TPR/REC.D.	Oriundo da equação 3, FR itens 16.2 e Economática.
Variáveis de controle			
ENDIVIDAMENTO	Nível do endividamento	$\text{Endividamento} = \frac{\text{Dívida total}^*}{\text{Ativo total}} \quad (\text{equação 4})$	Econômática
TAMANHO	Tamanho da empresa	$\text{Tamanho} = \ln(\text{Ativo total})$	Econômática
TANGIBILIDADE	Composição dos ativos	$\text{Tangibilidade} = \frac{\text{Ativo imobilizado}}{\text{Ativo total}} \quad (\text{equação 5})$	Econômática
CRESCIMENTO	Crescimento dos ativos	$\text{Crescimento} = \frac{\text{Ativo Total}_t}{\text{Ativo Total}_{t-1}} - 1 \quad (\text{equação 6})$	Econômática
IDADE	Idade da empresa	$\text{Idade} = \ln(\text{data final da coleta de dados} - \text{data de constituição da empresa}) \quad (\text{equação 7})$	FR e BM&FBovespa

Fonte: Elaborado pelo autor.

* As dívidas são calculadas com base na subtração do valor contábil dos passivos circulantes (VCPC), do valor contábil dos ativos circulantes (VCAC) e adicionado do valor contábil dos estoques (VCE) e das dívidas de longo prazo (VCDLP), resultando na seguinte equação: Dívida total = VCPC – VCAC + VCE + VCDLP.

Nota 1: ln representa o logaritmo natural.

Nota 2: FR é a abreviação de formulário de referência.

3.3 Hipóteses da pesquisa

Visando responder ao problema de pesquisa lançado na pesquisa – **Quais são os fatores relacionados à governança corporativa, estrutura de propriedade e controle e remuneração executiva que determinam as transações com partes relacionadas e qual o impacto dessas transações no desempenho das empresas no mercado acionário brasileiro?** – e de acordo com a literatura nacional e internacional sobre os contratos relacionados e suas associações com mecanismos eficazes de governança corporativa, concentração de propriedade e controle, remuneração dos executivos e seus impactos no desempenho das empresas, apresentadas ao longo da seção 2 desta dissertação, quatro hipóteses foram levantadas.

Não obstante, devido às características específicas da população analisada na pesquisa, espera-se que os resultados encontrados sustentem a hipótese de conflito de interesses alvitada por Gordon, Henry e Palia (2004).

Para demonstrar que os mecanismos de boas práticas de governança corporativa são benéficos para as empresas, reduzindo, assim, a ocorrência das TPRs, lançou-se a hipótese a seguir:

H₁: A ocorrência das TPRs é influenciada negativamente pelas boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas.

Para analisar se a riqueza dos acionistas minoritários é expropriada pelos controladores (acionistas majoritários), devido ao desvio entre direitos sobre controle e direitos sobre o fluxo de caixa, de forma tanto direta como indireta, levantou-se a seguinte hipótese:

H₂: A ocorrência das TPRs é impactada positivamente pelo afastamento do princípio “uma ação, um voto”.

Para verificar se a ocorrência dos contratos relacionados é danosa às empresas, refletindo no seu desempenho, apresenta-se a seguinte hipótese:

H₃: O desempenho contábil apresenta uma associação negativa com a ocorrência das TPRs.

Com o propósito de verificar se a parte não explicada da remuneração executiva é danosa às empresas quando de sua vinculação com os contratos relacionados, fez-se necessário apresentar a hipótese a seguir:

H₄: A remuneração excessiva da diretoria e do conselho de administração das empresas impacta na ocorrência das TPRs.

A validação das hipóteses colaborará para assinalar quais são os fatores impactantes da ocorrência das TPRs e qual a associação delas com o desempenho e a remuneração executiva.

3.4 Procedimentos econométricos

Para sustentar empiricamente as hipóteses erguidas nesta pesquisa, adotaram-se primeiramente modelos de regressões de Poisson para verificar os fatores impactantes na quantidade total de TPRs e na quantidade de TPRs classificadas como simples e/ou complexas. Para tanto, foram utilizadas como variáveis dependentes as provenientes da metodologia proposta Silveira, Prado e Sasso (2009) (TPR_N) e Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010) (TPR_S e TPR_C), dando origem ao modelo geral 1.

Com base na literatura revista, o desempenho da empresa pode ser consequência das variáveis de governança corporativa, da estrutura de propriedade e controle, do excesso de remuneração executiva e da presença de TPRs. Assim, foi necessário desenvolver modelos econométricos para medir esses efeitos, nos quais foi considerada como variável dependente a medida de desempenho das empresas q de Tobin, construindo, assim, o modelo geral 2.

De acordo com Kohlbeck e Mayhew (2004), foram desenvolvidos modelos de regressões logísticos objetivando captar o impacto da quantidade de TPRs divulgadas no período e a influência dos tipos de TPRs (simples e complexas) no excesso de remuneração dos executivos, o que culminou no modelo geral 3.

Neste ponto, cabe destacar que os modelos gerais da pesquisa (1, 2 e 3) são ramificados em diversos modelos de regressões que possuem distintas especificações, como poderá ser observado com mais acurácia na seção 4 desta pesquisa. Não obstante, foram inseridas nas especificações dos modelos gerais todas as variáveis neles utilizadas, a título de facilitar o entendimento do leitor sobre os sinais esperados das variáveis.

Ademais, com o objetivo de mitigar o problema causado quando os termos de erros das regressões não são homocedásticos⁴, adotou-se a matriz de correlação proposta por

⁴ $E(u_i^2 | X_i) = \sigma^2$ (homocedasticidade).

White⁵, uma vez que [...] “se insistirmos em empregar os habituais procedimentos de testes apesar da heterocedasticidade, todas as conclusões ou inferências que fizemos podem ser enganosas.” (GUJARATI, 2006, p. 322).

3.4.1 Modelo de regressão de Poisson

Para análise dos fatores impactantes da quantidade total de contratos relacionados e da quantidade de TPRs classificadas como simples e/ou complexas, foram adotadas regressões com a aplicação da metodologia de Poisson.

O modelo de regressão de Poisson é creditado a Wedderburn (1974) quando da elaboração da teoria da quase verossimilhança. A regressão de Poisson possui como característica a análise de dados do tipo contável, de modo que a variável subjacente somente pode assumir um determinado número de valores. Ademais, o regressando segue uma distribuição de Poisson, dada por:

$$P(Y_i = y_i) = \frac{e^{-\lambda_i} \lambda_i^{y_i}}{y_i!}, \quad y_i = 0, 1, 2 \dots \text{ e } \lambda_i > 0. \quad (\text{equação 8})$$

De modo que $P(y_i)$ denota a probabilidade de apresentação de valores inteiros e não negativos de y_i e onde $y_i!$ expressa a forma fatorial de y_i , de modo que: $y_i! = y * (y - 1) * (y - 2) * 2 * 1$.

Uma característica importante da distribuição de Poisson é o fato de que sua modelagem apresenta variância e média condicional igual (equação 9), denotando a essência heterocedástica dos modelos de Poisson (RAMALHO, 1996) devido ao fato de a variância depender dos regressores.

$$E(Y_i|x_i) = V(Y_i|x_i) = \lambda_i \quad (\text{equação 9})$$

Ressalta-se que o modelo de regressão de Poisson não é linear nos parâmetros, o que faz necessária a utilização de estimativas que atendam a essa característica (GUJARATI, 2006, p. 500).

Por fim, a regressão de Poisson pode ser expressa em sua forma exponencial, como segue:

$$\lambda_i = \exp(x_i\beta) \quad (\text{equação 10})$$

⁵ WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometria*, v. 48, n. 4, p. 817-838, maio 1980.

É possível observar, pela equação 10, que λ_i é função de um grupo de variáveis independentes, sendo x_i um vetor que representa os $1 * n$ regressores de i e β é um vetor constituído de parâmetros desconhecido de $n * 1$.

Com base na metodologia anteriormente descrita, construiu-se o modelo geral 1. Os sinais esperados das variáveis independentes estão sobrescritos em cada variável, como segue:

$$(TPR_N_i; TPR_S_i; TPR_C_i) = f(IPGC_i^- + CONSINDEP_i^- + DUALIDADE_i^+ + QTOBIN_i^- + DESVD_i^+ + DESVD3_i^+ + DESVI_i^+ + DESVI3_i^+ + PF_i^+ + ESTRANGEIRO_i^+ + INSTITUCIONAL_i^+ + EXCESSO_i^? + ENDIVIDAMENTO_i^? + TAMANHO_i^? + TANGIBILIDADE_i^? + CRESCIMENTO_i^? + IDADE_i^?) \quad (\text{modelo geral 1})$$

Em que:

TPR_N_i = quantidade total de TPRs divulgadas no período para a empresa i , tendo por base a metodologia proposta por Silveira, Prado e Sasso (2009);

TPR_S_i = quantidade de TPRs classificadas como simples no período para a empresa i , tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010);

TPR_C_i = quantidade de TPRs classificadas como complexas no período para a empresa i , tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010);

$IPGC_i$ = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) para empresa i ;

$CONSINDEP_i$ = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i ;

$DUALIDADE_i$ = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa i também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário;

$QTOBIN_i$ = q de Tobin da empresa i conforme equação 2;

$DESD_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta para empresa i ;

$DESD3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta para empresa i ;

$DESDI_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta para empresa i ;

$DESDI3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta para empresa i ;

PF_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário;

$ESTRANGEIRO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário;

$INSTITUCIONAL_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos ou fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário;

$EXCESSO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário;

$ENDIVIDAMENTO_i$ = razão entre a dívida total e o ativo total da empresa i ;

$TAMANHO_i$ = \ln do ativo total da empresa i ;

$TANGIBILIDADE_i$ = ativo imobilizado dividido pelo ativo total da empresa i ;

$CRESCIMENTO_i$ = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período da empresa i ;

$IDADE_i$ = \ln da diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição da empresa i .

Objetiva-se verificar, nos modelos de dados contábeis, o impacto na ocorrência total e na quantidade classificada entre os tipos de TPRs (simples e complexas), com base nos mecanismos de governança corporativa, desempenho, estrutura de propriedade e controle, remuneração excessiva dos executivos e características da firma.

3.4.2 Impacto das TPRs no desempenho

Foi considerado que o desempenho da empresa pode ser influenciado pelos contratos relacionados, mecanismos de governança corporativa, estrutura de propriedade e controle, remuneração dos executivos e características ao nível da firma. Assim, foi elaborado o modelo geral 2 adotando a metodologia de regressão linear múltipla⁶ para a estimativa de seus parâmetros, que utiliza como variável dependente a medida de desempenho q de Tobin e

⁶ A metodologia de regressão linear múltipla pode ser expressa da seguinte forma: $y_i = \alpha + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_i x_i + \varepsilon_i$, $i = 1, \dots, N$ (equação 11). Tal que i representa a i -ésima firma da amostra compreendendo N firmas, y é a variável dependente, β é o coeficiente angular, x são as variáveis independentes e ε é o erro aleatório.

como variáveis independentes aquelas utilizadas no modelo geral 1, adicionadas pelas variáveis que representam as TPRs.

Tendo por base a hipótese de conflito de interesse disposta por Gordon, Henry e Palia (2004), espera-se que as TPRs impactem negativamente o desempenho das empresas. Os sinais esperados das demais variáveis independentes são o contrário dos daquelas quando utilizadas como determinantes das TPRs, por causarem efeito inverso nesse caso.

A seguir é apresentado o modelo geral para capturar a influência das TPRs e demais características das empresas no desempenho das companhias:

$$QTOBIN_i = f(TPR_VAL_i^- + TPR_VAL.D_i^- + TPR_VAL.I_i^- + TPR/REC_i^- + TPR/REC.D_i^- + TPR/REC.I_i^- + IPGC_i^+ + IPGC.I_i^+ + CONINDEP_i^+ + CONINDEP.I_i^+ + DUALIDADE_i^- + DESVD_i^- + DESVD3_i^- + DESVI_i^- + DESVI3_i^- + PF_i^- + ESTRANGEIRO_i^- + INSTITUCIONAL_i^- + EXCESSO_i^- + EXCESSOxD1_i^- + EXCESSOxD2_i^- + ENDIVIDAMENTO_i^? + TAMANHO_i^? + TANGIBILIDADE_i^? + CRESCIMENTO_i^? + IDADE_i^?)$$

(modelo geral 2)

Em que:

$QTOBIN_i$ = q de Tobin da empresa i conforme equação 2;

TPR_VAL_i = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o período analisado para a empresa i ;

$TPR_VAL.D_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs componham o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs componham o quartil inferior da amostra durante o período analisado para empresa i ;

$TPR_VAL.I_i$ = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o período analisado para a empresa i defasado em um período;

TPR/REC_i = montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida durante o período para a firma i ;

$TPR/REC.D_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida componham o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida componham o quartil inferior da amostra durante o período analisado para empresa i ;

$TPR/REC.I_i$ = montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida ao final do período para a firma i defasado em um período;

IPGC. I_i = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para empresa i defasado em um período;

CONSINDEP. I_i = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i defasada em um período;

EXCESSOxD1 $_i$ = variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis TPR_VAL.D para empresa i ;

EXCESSOxD2 $_i$ = variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis TPR/REC.D para empresa i .

Ressalta-se que as demais variáveis independentes são especificadas conforme o modelo geral 1. Por fim, destaca-se a utilização das variáveis referentes à relevância dos contratos relacionados como medidas impactantes do desempenho das empresas, abarcando, assim, todas as medidas de contratos relacionados quantificados na pesquisa.

3.4.3 Impacto das TPRs na remuneração excessiva dos executivos

De maneira similar ao ocorrido com as medidas de desempenho, considerou-se que as TPRs impactam a remuneração excessiva dos executivos. A adoção desse procedimento baseia-se no estudo realizado por Kohlbeck e Mayhew (2004), que utilizaram a classificação dos contratos relacionados para verificar seu impacto no excesso de remuneração executiva.

Visto que a variável explicativa para este modelo é binária, foi necessária a utilização da função de distribuição logística⁷.

$$\text{EXCESSO}_i = f(\text{TPRN}_i^? + \text{TPR_S}_i^? + \text{TPR_C}_i^?) \quad (\text{modelo geral 3})$$

Em que:

⁷A metodologia de regressão logística pode ser expressa da seguinte forma: $L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \beta_1 + \beta_2 x_1, \dots, \beta_i x_i + \mu_i$, $i = 1, \dots, N$ (equação 12). Tal que i representa a i -ésima firma da amostra compreendendo N firmas, L é o logaritmo da razão de chances, β é o coeficiente angular, x são as variáveis independentes e μ é o erro aleatório.

$EXCESSO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário;

TPR_N_i = quantidade total de TPRs divulgadas no período para a empresa i , tendo por base a metodologia proposta por Silveira, Prado e Sasso (2009);

TPR_S_i = quantidade de TPRs classificadas como simples no período para a empresa i , tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010);

TPR_C_i = quantidade de TPRs classificadas como complexas no período para a empresa i , tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010).

3.5 Cuidados adicionais

Com o objetivo de minimizar problemas econométricos nos estudos empíricos que relacionam as práticas de governança corporativa, causados principalmente pela presença de endogeneidade, empregaram-se metodologias adicionais e diversos cuidados no cálculo dos parâmetros das regressões propostas.

A presença da endogeneidade dos regressores produz viés de especificação no modelo, levando a inferências equivocadas. Essa endogeneidade é causada pela correlação entre o termo de erro aleatório do modelo econométrico analisado e suas variáveis independentes, proveniente de regressões que utilizam a metodologia de dados em painel⁸. São fontes dessa endogeneidade: (a) as variáveis omitidas do modelo; (b) os erros de mensuração dos regressores; e (c) a simultaneidade (BARROS *et al.*, 2010).

3.5.1 Variáveis omitidas

A omissão de variáveis que sejam correlacionadas com as variáveis dependentes e independentes de forma simultânea é um dos fatores que podem causar a endogeneidade nos modelos econométricos, uma vez que a variável omitida é incluída no resíduo da regressão, produzindo viés na estimativa dos coeficientes angulares (BARROS *et al.*, 2010).

⁸ Mesmo não sendo utilizada a metodologia de dados em painel, fonte comum da endogeneidade, adotaram-se medidas econométricas robustas a possíveis vieses de especificação dos modelos.

Para minimizar o problema de variáveis omitidas, foram introduzidas na pesquisa variáveis de controle, objetivando captar os efeitos ao nível da firma das características intrínsecas das empresas.

3.5.2 Mensuração das variáveis

Caso as variáveis endógenas sejam mensuradas de forma incorreta, os coeficientes estimados apresentarão estatísticas menores; caso as variáveis exógenas sejam calculadas incorretamente, os coeficientes estimados serão enviesados e inconsistentes (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2000).

Para coibir os problemas de mensuração das variáveis, foi empregada mais de uma variável, quando possível, para cada conjunto de conceitos das variáveis, tanto as dependentes quanto independentes.

Ressalta-se que a mensuração correta das variáveis está estritamente relacionada com suas fontes de dados e, desse modo, foi mantido um rigor metodológico quando da fonte principal de coleta de dados, como foi pormenorizadamente explicado na subseção 3.2.

Espera-se uma congruência nas estimativas dos coeficientes quando da utilização das diversas medidas de variáveis para cada grupo de fatores impactantes. Caso as estimativas dos coeficientes não sejam concordantes quando da utilização de variáveis medidas de formas distintas, demonstrar-se-á que as pesquisas referentes ao tema estudado poderão sofrer alterações em seus resultados devido à escolha de variáveis com mensurações dessemelhantes.

3.5.3 Simultaneidade

As variáveis pertencentes ao modelo econométrico podem apresentar problemas de simultaneidade quando na relação entre “x” e “y”, “x” for uma variável explicativa de “y” e, ao mesmo tempo, “y” é uma variável explicativa de “x”. Essa simultaneidade na relação entre as variáveis introduz uma correlação entre a variável independente e o termo de erro do

modelo econométrico em questão. Ressalta-se que tal correlação torna as estimativas dos parâmetros inconsistentes e enviesadas (GUJARATI, 2006, p. 591).

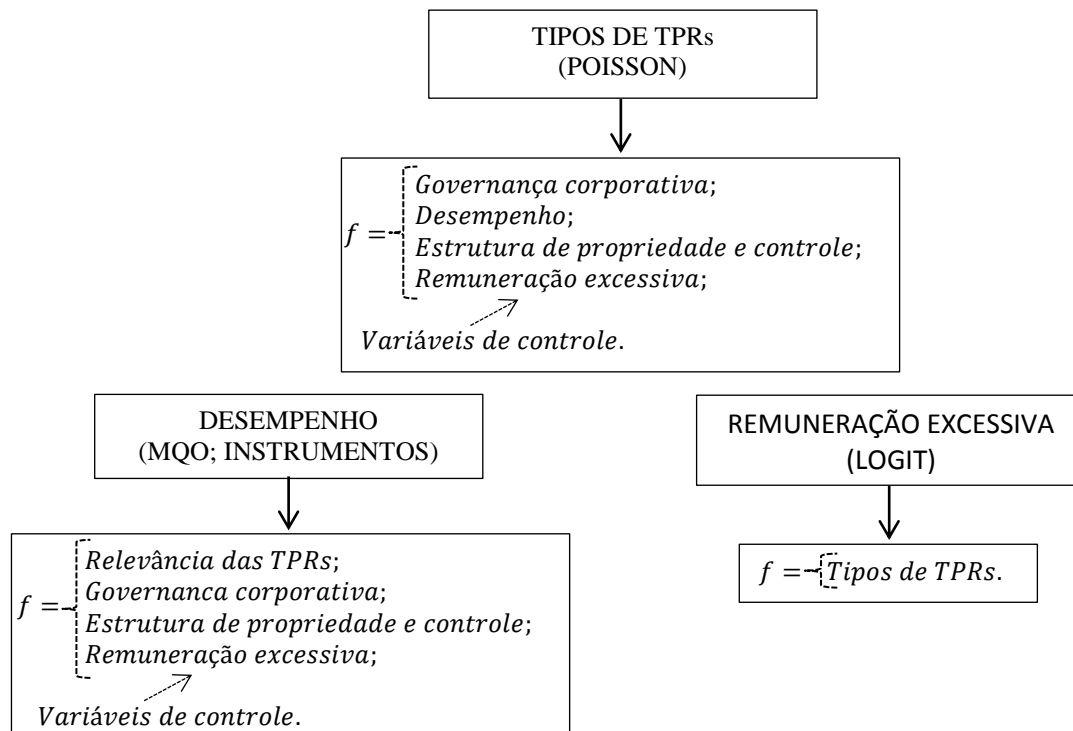
Com o propósito de neutralizar o problema de endogeneidade nos modelos de regressões empregados na pesquisa, foram geradas estimativas com a utilização de variáveis instrumentais (estimadas pelo método dos momentos generalizado, MMG) para os modelos de regressões lineares múltiplos gerados com base na metodologia de corte transversal agrupado (*Pooled-OLS*).

Nesse ponto, é válido destacar que foram escolhidos como instrumentos os indicadores de governança corporativa e o montante e relevância dos contratos relacionados defasados em um período. A escolha desse procedimento apresenta respaldo científico nas considerações feitas por Kennedy (1998, p. 142).

“It may be possible to use as an instrument the lagged value of independent variable in question; it is usually correlated with the original independent variable, and, although it is correlated with the disturbance vector, because it is lagged it is not contemporaneously correlated with the disturbance”.

Desse modo, serão utilizados instrumentos que estejam concomitantemente correlacionados com as variáveis independentes e não correlacionados com o termo de erro da regressão. Salienta-se que a validade dos instrumentos em estudos que relacionam indicadores corporativos é questionada (BHAGAT; JEFFERIS, 2002) e, como descrito por BARROS *et al.* (2010, p. 9), “ Raros estudos empíricos em finanças corporativas lograram encontrar variáveis instrumentais diferentes do regressor endógeno original e convincentemente exógenas”.

3.6 Estrutura analítica da metodologia

Figura 3 – Estrutura analítica da metodologia

Fonte: Elaborada pelo autor.

4 RESULTADOS

Nesta seção serão realizadas as análises univariadas das estatísticas descritivas das variáveis quantitativas, bem como a análise das frequências relativas das variáveis qualitativas. Além disso, serão apresentados e interpretados os resultados dos modelos econométricos propostos. A ordem de exibição inicia-se pelos modelos de regressões com dados contáveis, seguidos dos modelos de regressões lineares múltiplas e, por fim, apresenta-se o modelo de regressão *logit*.

4.1 Análise univariada

Para verificar a qualidade dos dados quantitativos empregados na pesquisa, fez-se o uso das medidas de tendência central (média aritmética), da variação dos dados (desvio-padrão) e dos pontos extremos (mínimo e máximo), conforme segue:

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis quantitativas utilizadas nos modelos de regressões propostos

Variáveis	Média			Desvio-padrão			Mínimo			Máximo			ANOVA (F)
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
TPR_N	20,54	30,25	29,51	22,65	48,13	46,54	2	2	1	119	283	275	0,70
TPR_S	13,87	23,86	23,45	17,95	47,37	46,19	0	0	0	88	282	275	0,81
TPR_C	6,67	6,39	6,06	10,05	10,83	10,13	0	0	0	37	46	46	0,04
TPR_VAL	18,76	18,84	18,70	2,61	2,43	2,41	13,40	13,27	13,67	27,53	27,49	27,46	0,04
TPR_VAL.I	19,01	18,80	18,88	2,88	2,64	2,49	14,17	13,40	13,27	27,53	27,53	27,49	0,04
TPR/REC	903,38	826,48	525,72	3.059,10	2.435,36	1.265,52	0,00	0,00	0,00	18.046,27	14.623,11	6.589,34	0,34
TPR/REC.I	508,40	927,37	860,06	1.283,29	3.097,66	2.482,06	0,00	0,00	0,00	4.932,84	18.046,27	14.623,11	0,23
IPGC	13,12	13,78	13,97	3,08	3,11	3,08	6,00	4,50	5,50	18,00	18,50	18,50	0,86
IPGC.I	12,96	13,15	14,01	2,70	3,11	3,02	6,50	6,00	4,50	17,00	18,00	18,50	1,36
CONSIDEP	0,19	0,16	0,19	0,29	0,21	0,20	0,00	0,00	0,00	1,00	0,83	0,88	0,28
CONSIDEP.I	0,16	0,16	0,17	0,28	0,26	0,22	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,83	0,04
QTOBIN	4,20	2,54	1,20	17,89	10,66	0,95	0,32	0,29	0,15	112,89	76,99	5,63	0,74
DESVD	1,49	1,36	1,38	0,85	0,73	0,74	0,73	0,82	0,82	4,31	4,36	4,19	0,36
DESVD3	1,40	1,25	1,21	0,64	0,51	0,44	0,97	0,91	0,91	2,77	2,79	2,71	1,49
DESVDI	2,50	1,71	1,69	2,58	1,37	1,40	0,19	0,88	0,88	11,28	7,86	7,86	2,76*
DESVDI3	1,75	1,33	1,31	1,49	0,67	0,57	0,97	0,80	0,80	7,89	4,10	3,98	2,85*
ENDIVIDAMENTO	1,44	1,08	0,24	7,67	6,17	0,32	-0,66	-0,70	-0,49	48,10	44,22	1,41	0,57
TAMANHO	14,60	14,69	14,93	2,22	1,99	1,55	6,08	6,19	11,43	20,07	20,21	20,33	0,35
TANGIBILIDADE	0,28	0,23	0,23	0,24	0,23	0,23	0,00	0,00	0,00	0,76	0,76	0,76	0,70
CRESCIMENTO	0,35	0,27	0,14	0,49	0,50	0,34	-0,55	-0,45	-0,47	2,33	2,57	1,77	2,48*
IDADE	8,75	8,81	8,85	0,97	0,92	0,91	7,21	6,63	6,96	10,31	10,32	10,33	0,11

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Em que: TPR_N = quantidade total de TPRs divulgadas no período, tendo por base a metodologia proposta por Silveira, Prado e Sasso (2009); TPR_S = quantidade de TPRs classificadas como simples no período, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); TPR_C = quantidade de TPRs classificadas como complexas no período, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); TPR_VAL = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o período analisado; TPR_VAL.I = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs defasado em um período; TPR/REC = montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida durante o período; TPR/REC.I = montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida defasado em um período; IPGC = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007); IPGC.I = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) defasado em um período; CONSIDEP = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração; CONSIDEP.I = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração, defasada em um período;

QTOBIN = q de Tobin da empresa i conforme equação 2; DESVD = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta; DESVD3 = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta; DESVI = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta; DESVI3 = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta; ENDIVIDAMENTO = razão entre a dívida total e o ativo total; TAMANHO = \ln do ativo total; TANGIBILIDADE = ativo imobilizado dividido pelo ativo total; CRESCIMENTO = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período; IDADE = \ln da diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição.

Ao observar a Tabela 2, é possível verificar que as variáveis que mensuram a ocorrência de contratos relacionados (TPR_N, TPR_S e TPR_C) apresentam desvios-padrão maiores que os valores de suas médias. Esses valores superiores para a medida de variação são o resultado da disparidade da divulgação de contratos relacionados, intensificado pelo fato de algumas empresas não divulgarem TPRs classificadas como simples ou complexas para o período analisado, conforme pode ser constatado pelos valores dos pontos extremos.

Com base na medida de relevância dos contratos relacionados TPR/REC e a respectiva variável instrumental TPR/REC.I, é possível constatar uma elevada dispersão dos seus valores em relação às suas médias, o que pode ser confirmado pela disparidade de seus valores extremos. Esse distanciamento é explicado pelo fato de alguns contratos relacionados apresentarem valores elevados para a estatística do valor extremo máximo. Ademais, algumas empresas não apresentam valores financeiros para seus contratos relacionados, visto que isso é permitido pela legislação, como a “[...] prestação de serviços administrativos e/ou qualquer forma de utilização da estrutura física ou de pessoal da entidade pela outra ou outras, com ou sem contraprestação financeira.” (CPC 05 R(1), p. 16) são consideradas TPRs, o que impacta a mensuração dos contratos relacionados.

Destaca-se também que a variável IPGC e seu instrumento IPGC.I apresentam valores de dispersão dos dados inferiores às suas médias aritméticas como inexistência de uma discrepância entre os pontos extremos para estas variáveis, demonstrando que elas estão bem especificadas. O mesmo não ocorre com a variável que mede a proporção de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros administrativos das empresas (CONSINDEP) e a respectiva variável instrumental (CONSINDEP.I).

A medida q de Tobin (QTOBIN) apresentou somente valores positivos devido à sua forma de apuração; todavia, a disparidade dos valores em relação à sua média e a discrepância entre os pontos extremos podem ocasionar possíveis problemas de especificações nos modelos.

Ainda com base na Tabela 2, observa-se que todas as variáveis que medem o afastamento do princípio “uma ação, um voto”, tanto de forma direta como de forma indireta, apresentaram valores de desvio-padrão inferiores às suas médias, indicando uma conformidade na especificação dessas variáveis. Adicionalmente, mesmo apresentando significância estatística a um nível de confiança de 10% (estatística $F = 2,757$, e valor- $p = 0,067$), considerou-se que não existiram diferenças estatisticamente significantes entre as médias aritméticas das variáveis que mensuram as estruturas de propriedade e controle de forma indireta (DESVDI e DESVDI3) ao longo dos anos, uma vez que “[...] a maioria dos

estatísticos sugere o uso de um nível de significância de 0,05 ao realizar a ANOVA.” (LEVINE *et al.*, 2012, p. 401).

As estatísticas descritivas das variáveis de controle constantes na Tabela 2 demonstram que as variáveis, exceto pela medida de endividamento, apresentam uma distribuição com valores próximos às suas médias, como a ausência de uma disparidade entre seus valores extremos. Esses achados indicam uma especificação correta das variáveis.

Ademais, somente a variável que representa o crescimento dos ativos (CRESCIMENTO) apresentou significância estatística indicando diferença em suas médias aritméticas ao longo dos anos, com base no teste ANOVA de fator único. Porém, como o teste não foi estatisticamente significativo a 0,05, não foi considerado que as médias tenham sido estatisticamente diferentes.

Tabela 3 – Distribuição de frequência das variáveis qualitativas

PAINEL A – Medidas de governança corporativa e excesso de remuneração

Variáveis	Presença da característica	Período		
		2010	2011	2012
DUALIDADE	SIM	33,33%	35,29%	32,65%
	NÃO	66,67%	64,71%	67,35%
EXCESSO	SIM	35,90%	45,10%	46,94%
	NÃO	64,10%	54,90%	53,06%

PAINEL B – Identidade do acionista em última instância

Variáveis	Presença da característica	Período		
		2010	2011	2012
PF	SIM	51,28%	49,02%	51,02%
	NÃO	48,72%	50,98%	48,98%
INSTITUCIONAL	SIM	15,38%	15,69%	16,33%
	NÃO	84,62%	84,31%	83,67%
ESTRANGEIRA	SIM	23,08%	27,45%	24,49%
	NÃO	76,92%	72,55%	75,51%
GOVERNO	SIM	10,26%	7,84%	8,16%
	NÃO	89,74%	92,16%	91,84%

Fonte: Elaborada pelo autor. Em que: DUALIDADE_i = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa *i* também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário; EXCESSO = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa *i* tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário; PF = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa *i* seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário; INSTITUCIONAL = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa *i* seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos ou fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário; ESTRANGEIRO = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa *i* seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário; GOVERNO = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa *i* seja o governo e 0 (zero) caso contrário.

Observando a Tabela 3, constata-se que a maioria dos CEOs das empresas não

ocupa o cargo de presidente do conselho de administração. Além do mais, verifica-se que as pessoas físicas (PF) representam a maior porcentagem de acionistas em última instância. Por fim, verifica-se que mais da metade das empresas da amostra não apresenta uma remuneração excessiva dos executivos e que tal proporção apresenta uma redução ao longo dos anos.

Na sequência das análises, apresenta-se a Tabela 4, que contém o mapeamento dos principais tipos de TPRs e das contrapartes envolvidas nos contratos relacionados. No painel A são exibidas as frequências relativas ao total de TPRs de forma sintética (variável ESP1); posteriormente, no painel B, apresentam-se as frequências dos tipos de TPRs de acordo com a classificação oriunda da variável ESP2; e, por fim, no painel C, são divulgadas as frequências dos tipos de associações das contrapartes envolvidas nos negócios:

Tabela 4 – Frequências relativas dos tipos de classificações e das contrapartes envolvidas nos contratos relacionados

Painel A – Tipos de TPRs classificação 1 (ESP1)	2010	2011	2012
Financeira	49,81%	43,16%	41,15%
Garantia	2,00%	3,31%	2,21%
Operacional	48,19%	53,53%	56,64%
Total por ano	100%	100%	100%
Painel B – Tipos de TPRs classificação 2 (ESP2)	2010	2011	2012
Aval e Garantias	2,00%	3,31%	2,21%
Empréstimos	48,56%	42,06%	40,18%
Debêntures	0,50%	0,26%	0,28%
Prestação de Serviços	10,61%	8,10%	7,81%
Locações de bens móveis e imóveis	11,36%	28,39%	32,16%
Rateio de Despesas	2,75%	2,33%	2,77%
Compra e Venda	18,98%	11,92%	11,34%
Outras	5,24%	3,63%	3,25%
Total por ano	100%	100%	100%
Painel C – Contrapartes envolvidas (ASSOC)	2010	2011	2012
Controladora	5,99%	4,28%	4,08%
Controlada	73,91%	58,07%	57,81%
Coligada	1,12%	0,52%	0,48%
Administrador	10,49%	13,80%	13,42%
Acionista Relevante	2,25%	1,30%	1,11%
Controle Comum	5,49%	20,03%	20,19%
Outras	0,75%	2,01%	2,90%
Total por ano	100%	100%	100%

Fonte: Elaborada pelo autor.

Pela análise da classificação sintética dos contratos relacionados, painel A da Tabela 4, verifica-se que as TPRs identificadas como operacionais e financeiras são predominantes para todo o período amostral. De modo geral, constata-se que as empresas da amostra utilizam as TPRs como forma de captação de recursos financeiros.

Com base no painel B da Tabela 4, observa-se uma predominância dos contratos relacionados que envolvem operações de empréstimos que representaram 48,56%, 42,06% e 40,18% do total de TPRs para os anos de 2010, 2011 e 2012, respectivamente. Esses achados corroboram a visão de que as empresas utilizam os contratos relacionados como fonte de financiamento.

Analisando o painel C da Tabela 4, constata-se que os contratos relacionados ocorrem com maior frequência quando a contraparte envolvida é controlada da companhia, devido, por exemplo, à maior flexibilidade na sua realização por parte do controlador dessas empresas, o que pode facilitar trocas comerciais e aplicações planejadas em *joint ventures*.

De modo geral, a maior parte de contratos relacionados classifica-se como operacional e financeira. Isso envolve, em sua maioria, locações de bens móveis e imóveis, compras e vendas de ativos e empréstimos. Eles são realizados em predominância com as empresas controladas pela contraparte envolvida no negócio.

4.2 Análise multivariada

Utilizou-se a análise multivariada com base em regressões econométricas para atender aos demais objetivos e hipóteses alçadas na pesquisa.

Antes das análises dos resultados e testes obtidos pelos modelos econométricos, fazem-se necessárias a reapresentação e divulgação de alguns procedimentos utilizados na pesquisa, a saber:

- a) os modelos foram estimados incluindo o intercepto (constante), porém este não foi interpretado devido à falta de sentido econômico na interpretação de seus coeficientes;
- b) empregou-se, quando possível, o fator de inflação da variância (FIV)⁹ para todas as variáveis dos modelos, objetivando detectar o grau de multicolinearidade nelas, de acordo com o conceituado por Gujarati (2006, p. 292) de que, “[...] se o valor FIV de uma variável for maior que 10, o que acontece quando R_j^2 disse que essa variável é altamente colinear.”;
- c) as regressões foram estimadas adotando-se a matriz de correlação de White, com o objetivo de mitigar problemas causados quando os termos de erros não são homocedásticos;

⁹ Os valores da estatística FIV, quando possíveis de calcular, estão presentes no Apêndice C desta pesquisa.

- d) foi suprimida dos modelos a variável *dummy* que identifica o acionista em última instância como sendo o governo (GOV) para evitar a armadilha das variáveis binárias, descrita por Gujarati (2006, p. 245);
- e) em regressões não declaradas, como medidas auxiliares referentes a mecanismos de governança corporativa, foram utilizadas as variáveis: NM, variável binária igual a 1 (um) caso a empresa seja listada no segmento do Novo Mercado ou nível II da BM&FBovespa e 0 (zero) caso contrário; BIGFOUR, variável binária igual a 1 (um) caso a empresa seja auditada pelo menos por uma empresa de auditoria pertencente a *big four* e 0 (zero) caso contrário; e ADR (*American Depositary Receipt*), variável binária igual a 1 (um) caso a empresa tenha emitido ADR nível III e 0 (zero) caso contrário. Todavia, as variáveis alternativas (NM, BIGFOUR e ADR) não se mostraram estatisticamente significativas e apresentaram, em algumas especificações, sinais contrários aos esperados, por isso foram excluídas dos modelos econométricos;
- f) como medida alternativa do desempenho das empresas, utilizou-se o ROA (retorno sobre os ativos), que, quando utilizado como variável dependente ou independente, apresentou resultados semelhantes aos da medida *q* de Tobin; assim, com o objetivo de facilitar a compreensão dos leitores e evitar a redundância das análises dos resultados, as tabelas com a inclusão da variável ROA apresentam-se nos Apêndices D, E e F desta pesquisa;
- g) os dados devem ser interpretados levando em consideração o ambiente da pesquisa, como o fato de as empresas brasileiras apresentarem estrutura de propriedade concentrada. Assim, caso os resultados sejam opostos aos estudos internacionais, principalmente os realizados nos EUA e no Reino Unido, onde a estrutura de propriedade é pulverizada, não se pode invalidar a pesquisa.

4.2.1 Estimativas dos parâmetros para o modelo de regressão de Poisson

Na Tabela 5, são apresentados os resultados das estimativas do modelo de dados contáveis empregando a metodologia de Poisson:

Tabela 5 – Estimativas dos fatores impactantes da ocorrência e tipos de TPRs

“continua”

Especificações	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Variáveis	TPR_N				TPR_S				TPR_C			
IPGC _i ⁻	0,134*** (0,0479)	0,116** (0,0459)	0,173*** (0,0613)	0,174*** (0,0536)	0,138** (0,0594)	0,116** (0,0557)	0,209*** (0,0781)	0,196*** (0,0676)	0,107 (0,0657)	0,0869 (0,0702)	0,0553 (0,0545)	0,0813 (0,0565)
CONSINDEP _i ⁻	-0,614 (0,471)	-0,694 (0,453)	-0,507 (0,492)	-0,528 (0,491)	0,00749 (0,524)	-0,116 (0,514)	0,190 (0,534)	0,113 (0,534)	-3,290*** (0,803)	-3,186*** (0,779)	-3,216*** (0,778)	-3,148*** (0,756)
DUALIDADE _i ⁺	-0,438* (0,245)	-0,492* (0,252)	-0,398* (0,220)	-0,400* (0,232)	-0,487 (0,301)	-0,561* (0,305)	-0,424 (0,275)	-0,465 (0,292)	-0,235 (0,297)	-0,268 (0,310)	-0,357 (0,338)	-0,255 (0,326)
QTOBIN _i ⁻	-0,0739 (0,0944)	-0,0571 (0,0837)	-0,125 (0,102)	-0,120 (0,106)	-0,240 (0,155)	-0,205 (0,147)	-0,345** (0,147)	-0,326** (0,154)	0,510*** (0,0935)	0,495*** (0,106)	0,512*** (0,0941)	0,497*** (0,108)
DESVD _i ⁺	-0,288** (0,138)	- (0,138)	- (0,138)	- (0,138)	-0,555** (0,218)	- (0,218)	- (0,218)	- (0,218)	0,316 (0,195)	- (0,195)	- (0,195)	- (0,195)
DESVD3 _i ⁺	- (0,252)	-0,696*** (0,252)	- (0,252)	- (0,252)	- (0,439)	-1,282*** (0,439)	- (0,439)	- (0,439)	- (0,325)	0,289 (0,325)	- (0,325)	- (0,325)
DESVDI _i ⁺	- (0,0778)	- (0,0778)	-0,0181 (0,0778)	- (0,0778)	- (0,108)	- (0,108)	-0,0244 (0,108)	- (0,108)	- (0,0628)	- (0,0628)	-0,00113 (0,0628)	- (0,0628)
DESVDI3 _i ⁺	- (0,0803)	- (0,0803)	- (0,0803)	-0,0315 (0,0803)	- (0,0803)	- (0,0803)	- (0,0803)	-0,175 (0,176)	- (0,176)	- (0,176)	- (0,176)	0,162 (0,100)
PF _i ⁺	0,0825 (0,381)	0,235 (0,389)	0,0242 (0,435)	0,0424 (0,373)	0,0122 (0,455)	0,273 (0,458)	-0,0923 (0,556)	-0,0876 (0,448)	0,279 (0,386)	0,280 (0,399)	0,362 (0,414)	0,429 (0,385)
INSTITUCIONAL _i ⁺	-0,0836 (0,372)	0,133 (0,378)	-0,203 (0,393)	-0,180 (0,375)	-0,0656 (0,454)	0,306 (0,446)	-0,253 (0,501)	-0,265 (0,440)	-0,893** (0,419)	-0,959** (0,461)	-0,795* (0,417)	-0,657 (0,413)
ESTRANGEIRO _i ⁺	0,139 (0,343)	0,270 (0,350)	0,182 (0,440)	0,202 (0,363)	-0,0701 (0,432)	0,167 (0,429)	0,00437 (0,592)	-0,0279 (0,449)	0,708** (0,342)	0,641* (0,348)	0,678* (0,370)	0,820** (0,362)
EXCESSO _i [?]	-0,0756 (0,194)	-0,0645 (0,194)	-0,111 (0,195)	-0,107 (0,199)	-0,208 (0,254)	-0,184 (0,253)	-0,278 (0,257)	-0,271 (0,259)	0,411** (0,208)	0,438** (0,213)	0,437** (0,205)	0,454** (0,203)
ENDIVIDAMENTO _i [?]	0,123 (0,174)	0,0982 (0,159)	0,218 (0,180)	0,210 (0,188)	0,421 (0,268)	0,371 (0,253)	0,604** (0,252)	0,582** (0,264)	-1,279*** (0,368)	-1,291*** (0,464)	-1,286*** (0,378)	-1,357*** (0,491)
TAMANHO _i [?]	0,172** (0,0764)	0,208*** (0,0782)	0,146** (0,0697)	0,147** (0,0702)	0,160 (0,0979)	0,231** (0,105)	0,109 (0,0877)	0,115 (0,0883)	0,256*** (0,0737)	0,269*** (0,0761)	0,291*** (0,0665)	0,297*** (0,0673)
TANGIBILIDADE _i [?]	-1,766*** (0,617)	-1,786*** (0,623)	-1,788*** (0,534)	-1,777*** (0,592)	-2,524*** (0,796)	-2,554*** (0,799)	-2,582*** (0,686)	-2,631*** (0,775)	0,428 (0,543)	0,343 (0,562)	0,265 (0,624)	0,445 (0,613)

Tabela 5 – Estimativas dos fatores impactantes da ocorrência e tipos de TPRs

“conclusão”												
Especificações	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Variáveis	TPR_N				TPR_S				TPR_C			
CRESCIMENTO _i [?]	0,600*** (0,196)	0,545*** (0,199)	0,640*** (0,203)	0,637*** (0,203)	0,744*** (0,249)	0,661*** (0,248)	0,814*** (0,231)	0,797*** (0,245)	0,0483 (0,217)	0,0620 (0,239)	0,00510 (0,225)	0,0397 (0,217)
IDADE _i [?]	0,312* (0,184)	0,309* (0,181)	0,350* (0,186)	0,351* (0,184)	0,378 (0,231)	0,371* (0,224)	0,439** (0,222)	0,446** (0,227)	0,0903 (0,188)	0,0970 (0,192)	0,0923 (0,206)	0,0969 (0,194)
CONSTANTE	-3,111 (2,423)	-3,036 (2,427)	-3,948 (2,893)	-3,981 (2,566)	-3,297 (3,139)	-3,406 (3,101)	-4,677 (3,634)	-4,436 (3,308)	-5,171** (2,070)	-5,014** (2,162)	-4,516** (2,233)	-5,412** (2,166)
Observações	137	136	136	136	137	136	136	136	137	136	136	136
Wald χ^2	68,44	73,19	64,47	57,80	68,97	61,12	60,00	53,11	184,17	180,0	183,1	168,1
R ² ajustado	0,3204	0,336	0,321	0,321	0,3464	0,368	0,340	0,344	0,3434	0,338	0,332	0,342
Jarque-Bera	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão robustos pela técnica de White (1980) em parênteses. Em que: TPR_N_i = quantidade total de TPRs divulgadas no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Silveira, Prado e Sasso (2009); TPR_S_i = quantidade de TPRs classificadas como simples no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); TPR_C_i = quantidade de TPRs classificadas como complexas no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); IPGC_i = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) para empresa i; CONSIDER_i = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i; DUALIDADE_i = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa i também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário; QTOBIN_i = q de Tobin da empresa i conforme equação 2; DESVD_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta para empresa i; DESVD3_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta para empresa i; DESVI_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta para empresa i; DESVI3_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta para empresa i; PF_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário; INSTITUCIONAL_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos ou fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário; ESTRANGEIRO_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário; EXCESSO_i = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário; ENDIVIDAMENTO_i = razão entre a dívida total e o ativo total da empresa i; TAMANHO_i = ln do ativo total da empresa i; TANGIBILIDADE_i = ativo imobilizado dividido pelo ativo total da empresa i; CRESCIMENTO_i = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período da empresa i; IDADE_i = ln da diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição da empresa i.

Analisando primeiramente os resultados das especificações 1, 2, 3, e 4 constantes na Tabela 5, os quais possuem como variável dependente o número de ocorrência de TPRs no período analisado (TPR_N), observa-se que as variáveis que compõem o conjunto de mecanismos de governança corporativa IPGC e DUALIDADE, mesmo sendo estatisticamente significativas, apresentaram sinais contrário ao esperado. Desse modo, as empresas com maiores índices de governança corporativa (IPGC) apresentaram maiores possibilidades de realizar contratos relacionados, e o fato dos CEOs ocuparem o cargo de presidência do conselho de administração reduz a utilização de TPRs. Esses achados contrários aos esperados podem ser justificados pela presença de endogeneidade, quando pesquisas relacionam medidas de governança corporativa.

Os resultados para a variável que mensura o desempenho das empresas (QTOBIN), mesmo não possuindo significância estatística, apresentou sinal de acordo com o esperado, demonstrando que quanto maior o desempenho, menor será a ocorrência de contratos relacionados emitidos pelas empresas, podendo, assim, ser um indício de que os achados desta pesquisa estão de acordo com a vertente teórica de conflito de interesses conceitua por Gordon, Henry e Palia (2004).

Dando continuidade às análises dos dados, os resultados revelam uma relação estatisticamente negativa entre as variáveis DESVD e DESVD3, com a ocorrência dos contratos relacionados. Isso posto, verifica-se que um maior desvio entre direito sobre controle e direito sobre fluxo de caixa para o maior e para o conjunto dos três maiores acionistas de forma direta diminui a ocorrência de TPRs, que podem ser utilizadas a fim de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários.

Dentre o conjunto de variáveis de controle que medem as características intrínsecas das firmas, a variável TAMANHO, que representa o tamanho da empresa, possui associação estatisticamente significativa e positiva com a ocorrência de TPRs. Assim, pode-se afirmar que empresas maiores apresentam problemas de agência mais acentuados devido ao fato de as demonstrações serem mais complexas (HOCHBERG, 2011).

Os resultados da variável TANGIBILIDADE demonstram que a composição dos ativos está negativamente relacionada com a ocorrência das TPRs, de modo que, quanto maior a proporção de ativos intangíveis na empresa, menor será a ocorrência de contratos nelas relacionados, indicando que os ativos intangíveis não aumentam o risco de expropriação via TPRs nas companhias analisadas, o que é contrário ao descrito por Himmelberg, Hubbard e Palia (1999).

Por fim, a variável CRESCIMENTO, que mede o crescimento dos ativos,

apresenta significância estatística e relação positiva com a ocorrência de TPRs, assim, maiores investimentos externos intensificam a ocorrência das TPRs.

Por fim, verificou-se que a idade das empresas (IDADE) apresentou fraca significância estatística (10% de confiança) e sinal positivo. Desse modo, acredita-se que a idade das empresas, limitando essa afirmativa às empresas que compõem a amostra final da pesquisa, não está positivamente associada a boas práticas de governança corporativa, conforme argumentado por Almeida e Santos (2008), pois empresas com maior tempo de mercado apresentam uma ocorrência mais elevada de TPRs.

O valor da estatística do teste de normalidade dos resíduos *Jarque-Bera* (valor- $p = 0,000$) permite a rejeição da hipótese nula de normalidade a um nível de significância de 1%, o que é minimizado dado o tamanho da amostra e levando em consideração o teorema do limite central. Ressaltam-se que as especificações 1, 2, 3 e 4 do modelo geral 1 aparentam estar bem ajustadas com base na estatística de qualidade do ajustamento do modelo R^2 ajustado (especificação 1, R^2 ajustado = 0,3204; especificação 2, R^2 ajustado = 0,336; especificação 3, R^2 ajustado = 0,321; e especificação 4, R^2 ajustado = 0,321).

Dando continuidade à análise dos resultados e baseando-se nas especificações 5, 6, 7 e 8 presentes na Tabela 5, que tem como variável dependente a ocorrência de contratos relacionados classificados como simples (TPR_S), é possível verificar que o índice de governança corporativa desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) apresentou significância estatística, porém sinal contrário ao esperado, tal como nas especificações 1, 2, 3, e 4 que possuíam como variável dependente a ocorrência total de contratos relacionados no período analisado.

A dualidade no cargo do CEO, medida pela variável binária DUALIDADE, quando estatisticamente significativa, apresentou sinal contrário ao esperado, como pode ser observado na especificação 6, tal como no estudo realizado por Cheung, Rau e Stouraitis (2006), o qual verificou a probabilidade da ocorrência de contratos relacionados nas empresas cotadas de Hong Kong.

As medidas de desvio de direitos de forma direta para o maior e para o conjunto dos três maiores acionistas apresentaram significância estatística a níveis de confiança de 5% e 1%, respectivamente; porém, sinais contrários ao esperado. Assim, não é possível afirmar que maior afastamento do princípio “uma ação, um voto” é danoso às empresas, sendo fonte do aumento volumétrico dos contratos relacionados.

Para as especificações 7 e 8, nas quais são inseridas as medidas de estrutura de propriedade e controle indireta para o maior e o conjunto dos três maiores acionistas, é

possível verificar que a medida de desempenho das empresas q de Tobin apresenta significância estatística a um nível de confiança de 5% e sinal de acordo com o esperado. Desse modo, acredita-se que empresas com desempenho elevado apresentam menor ocorrência de contratos relacionados. Esse achado apoia a vertente teórica de que as TPRs são danosas às empresas.

Ainda de acordo com as especificações 7 e 8, constatou-se que o endividamento das empresas (ENDIVIDAMENTO) é positivamente associado com a utilização de contratos relacionados classificados como simples a um nível de confiança de 0,05, indicando que os custos adicionais oriundos de maior capital externo (JENSEN; MECKLING, 1976) impactam negativamente as empresas.

O coeficiente da variável que mede o tamanho das empresas (TAMANHO) somente foi estatisticamente significativo a 5% de confiança quando da especificação 6, que adota a medida de afastamento do princípio “uma ação, um voto” para os três maiores acionistas de forma direta.

Com base na característica da firma tangibilidade dos ativos, é possível verificar que a variável TANGIBILIDADE apresenta sinal negativo e significância estatística a um nível de confiança de 1% para as especificações 5, 6, 7 e 8. Esse achado indica que, quanto maiores os ativos intangíveis das empresas, menor será a utilização de TPRs classificadas como simples. Desse modo, a maior dificuldade de valoração e monitoramento dos ativos intangíveis (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999) não é considerada como forma de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários via contratos relacionados.

A variável que mede o crescimento dos ativos (CRESCIMENTO) apresentou associação positiva e estatisticamente significativa com a ocorrência de TPRs classificadas como simples, indicando que, quanto maiores os ativos ao longo dos anos, maior será a ocorrência de contratos relacionados.

Por fim, foi possível constatar que, quando estatisticamente significativa (especificações 6, 7 e 8), a medida de idade das empresas (IDADE) apresentou sinal positivo indicando que ela está positivamente associada à ocorrência de contratos relacionados classificados como simples.

De modo geral, não foi possível aceitar a hipótese de normalidade dos resíduos para as especificações 5, 6, 7 e 8, tendo por base o teste de *Jarque-Bera*, todavia visto o grande tamanho da amostra e tendo por base o teorema do limite central, esta rejeição não se apresenta como limitadora da pesquisa. Destacam-se também as estatísticas de qualidade do ajustamento do modelo, que indicaram que as especificações do modelo geral 1 estavam

adequadas (especificação 5, R^2 ajustado = 0,3264; especificação 6, R^2 ajustado = 0,368; especificação 7, R^2 ajustado = 0,340; e especificação 8, R^2 ajustado = 0,344).

Ainda de acordo com a Tabela 5 e com base nas especificações 9 a 12, constatou-se que a presença de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas é efetiva na redução da ocorrência dos contratos relacionados considerados complexos, mostrando-se um mecanismo eficaz de governança corporativa. Essa afirmativa é sustentada porque a variável CONSINDEP apresentou sinal negativo e significância estatística a um nível de confiança de 1% para todas as especificações anteriormente citadas. Esses achados são condizentes com as pesquisas realizadas por Lo, Wong e Firth (2010) e Kohlbeck e Mayhew (2004), que acharam os mesmos resultados para a variável analisada.

Dentre o conjunto de variáveis que identificam o acionista em última instância, a variável ESTRANGEIRO, que classifica o acionista último da empresa como uma empresa estrangeira, apresentou sinal condizente com o esperado e significância estatística para todas as especificações analisadas (9 a 12). Assim, afirma-se que empresas estrangeiras que controlam as empresas em última instância tendem a maximizar suas riquezas pessoais em detrimento da dos demais acionistas.

O desempenho das empresas medido pelo q de Tobin (QTOBIN), mesmo possuindo significância estatística, apresentou sinal contrário ao esperado, do mesmo modo que a variável que identifica o acionista último como uma empresa (INSTITUCIONAL). Esses sinais inviabilizam uma análise direta dos cocientes.

O excesso de remuneração medido pela variável binária EXCESSO apresentou sinal positivo e significância estatística a um nível de confiança de 5%. Desse modo, acredita-se que o excesso de remuneração da diretoria e conselho de administração está vinculado à ocorrência de contratos relacionados considerados complexos, visto que maiores excessos de remuneração acarretam aumento na ocorrência desse tipo de contratos.

Ainda de acordo com a Tabela 5, constata-se que as características intrínsecas das firmas medidas pelas variáveis ENDIVIDAMENTO e TAMANHO apresentam significância estatística a um nível de confiança de 1% e sinal negativo e positivo, respectivamente, para todas as especificações (9 a 12). Esses achados indicam que a possibilidade de maior monitoramento das empresas, devido ao elevado capital de terceiros nelas presentes, reduz a ocorrência dos contratos relacionados considerados como complexos. Assegura-se também que a complexidade nas demonstrações contábeis provenientes de maior tamanho das empresas (HOCHBERG, 2011) possibilita aumentar a ocorrência das TPRs complexas.

Por fim, como nas demais especificações constantes na Tabela 5, rejeita-se a

hipótese nula de normalidade dos resíduos com base no teste de *Jarque-Bera*, sendo este problema reduzido devido o tamanho da amostra e o teorema do limite central. Ademais, pela estatística do R^2 ajustado, observa-se a qualidade do ajustamento do modelo (especificação 9, R^2 ajustado = 0,343; especificação 10, R^2 ajustado = 0,338; especificação 11, R^2 ajustado = 0,332; e especificação 12, R^2 ajustado = 0,342).

Em uma análise comparativa das especificações do modelo geral 1, em linhas gerais, o efeito do q de Tobin nas diferentes observações mostra um resultado mais significativo e consistente na análise dos seus efeitos sobre a ocorrência de TPRs complexas. Para este tipo de TPRs, maiores valores para a variável q de Tobin parecem influenciar positivamente a utilização de contratos relacionados considerados complexos.

Continuando a análise comparativa das especificações, observa-se que os acionistas estrangeiros em última instância acentuam o conflito de interesses nas empresas que utilizam TPRs complexas e o excesso de remuneração também intensifica esse conflito de interesses nas empresas que utilizam tais contratos. Todavia, esses impactos nas TPRs complexas são menores quando aumentado o capital de terceiros nas empresas, aumento este que, de forma ambígua, impacta positivamente a ocorrência das TPRs simples, de modo que os custos adicionais gerados pela captação de recursos de terceiros são danosos às empresas que utilizam contratos relacionados classificados como simples.

4.2.2 Estimativas do impacto das TPRs no desempenho das empresas

Nas Tabelas 6 e 7, são apresentados os resultados para os valores estimados das diversas especificações do modelo geral 2, que mede o impacto da relevância dos contratos relacionados, dos mecanismos eficazes de governança corporativa, da remuneração executiva e das características intrínsecas da firma no desempenho das empresas, este medido pela variável de interesse q de Tobin.

Tabela 6 – Estimativas dos fatores impactantes do desempenho das empresas (especificações 1 a 12)

“continua”

Variáveis Independentes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
TPR_VAL _i ⁻	-0,153** (0,065)	-0,160** (0,068)	-0,146** (0,063)	-0,132** (0,065)	-	-	-	-	-	-	-	-
TPR_VAL. D _i ⁻	-	-	-	-	-2,317** (1,022)	-2,627** (1,146)	-2,299** (0,985)	-2,309** (1,003)	-	-	-	-
TPR_VAL. I _i ⁻	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,0942 (0,0688)	-0,0906 (0,0680)	-0,0804 (0,0675)	-0,0653 (0,0652)
IPGC _i ⁺	0,0727* (0,044)	0,0752* (0,043)	0,0820** (0,041)	0,0942** (0,040)	0,111 (0,0777)	0,122 (0,0995)	0,0768 (0,0724)	0,0891 (0,0762)	-	-	-	-
IPGC. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0701 (0,0654)	0,0820 (0,0618)	0,102* (0,0592)	0,114* (0,0586)
CONSIDEP _i ⁺	2,273*** (0,668)	2,207*** (0,671)	2,261*** (0,673)	2,241*** (0,672)	4,790** (1,814)	4,544** (2,065)	4,852** (1,872)	4,818** (1,851)	-	-	-	-
CONSIDEP. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	1,963*** (0,660)	1,882*** (0,655)	1,836*** (0,667)	1,798*** (0,670)
DUALIDADE _i ⁻	0,241 (0,225)	0,234 (0,227)	0,231 (0,224)	0,217 (0,224)	-0,0815 (0,416)	-0,200 (0,444)	-0,181 (0,428)	-0,114 (0,418)	0,0809 (0,220)	0,0642 (0,222)	0,0783 (0,222)	0,0688 (0,224)
DESVD _i ⁻	-0,202 (0,149)	-	-	-	0,151 (0,315)	-	-	-	-0,244* (0,137)	-	-	-
DESVD3 _i ⁻	-	-0,297 (0,192)	-	-	-	0,203 (0,315)	-	-	-	-0,274 (0,191)	-	-
DESVDI _i ⁻	-	-	-0,0879* (0,0491)	-	-	-	-0,0331 (0,0780)	-	-	-	-0,0550 (0,0376)	-
DESVDI3 _i ⁻	-	-	-	-0,0224 (0,0794)	-	-	-	0,0252 (0,130)	-	-	-	0,0133 (0,0621)
PF _i ⁻	-0,0457 (0,283)	-0,009 (0,296)	-0,164 (0,270)	-0,039 (0,265)	-0,0423 (0,553)	-0,223 (0,599)	-0,00575 (0,509)	0,0342 (0,537)	0,120 (0,285)	0,167 (0,304)	-0,0191 (0,281)	0,0834 (0,262)
INSTITUCIONAL _i ⁻	-0,0725 (0,270)	-0,0006 (0,289)	-0,351 (0,296)	-0,164 (0,268)	0,342 (0,413)	0,345 (0,463)	0,190 (0,396)	0,308 (0,399)	-0,270 (0,283)	-0,185 (0,297)	-0,401 (0,306)	-0,251 (0,270)
ESTRANGEIRO _i ⁻	0,0902 (0,371)	0,169 (0,401)	-0,00583 (0,328)	0,161 (0,347)	0,848 (0,893)	1,358 (1,220)	0,827 (0,804)	0,907 (0,822)	-0,196 (0,280)	-0,116 (0,285)	-0,286 (0,271)	-0,147 (0,258)

Tabela 6 – Estimativas dos fatores impactantes do desempenho das empresas (especificações 1 a 12)

Variáveis Independentes	“conclusão”											
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
EXCESSO _i ⁻	-0,591 (0,524)	-0,612 (0,546)	-0,632 (0,544)	-0,579 (0,525)	-2,323 (1,994)	-3,001 (2,403)	-2,286 (2,022)	-2,271 (2,033)	0,0867 (0,253)	0,0808 (0,255)	0,0248 (0,267)	0,0701 (0,255)
EXCESSOxD1 _i ⁻	- -	- -	- -	- -	1,925 (1,433)	2,092 (1,541)	1,796 (1,445)	1,828 (1,483)	- -	- -	- -	- -
ENDIVIDAMENTO _i [?]	2,074*** (0,223)	2,074*** (0,223)	2,077*** (0,223)	2,073*** (0,223)	2,082*** (0,230)	2,078*** (0,225)	2,088*** (0,231)	2,086*** (0,231)	1,727*** (0,019)	1,726*** (0,019)	1,724*** (0,019)	1,718*** (0,020)
TAMANHO _i [?]	0,102 (0,091)	0,0989 (0,088)	0,0841 (0,084)	0,0640 (0,085)	0,0353 (0,122)	-0,0336 (0,166)	0,0825 (0,135)	0,0797 (0,133)	0,0657 (0,0867)	0,0514 (0,0859)	0,00759 (0,0777)	-0,0134 (0,0785)
TANGIBILIDADE _i [?]	-0,395 (0,491)	-0,289 (0,525)	-0,351 (0,511)	-0,438 (0,482)	0,516 (0,999)	1,217 (1,499)	0,290 (1,065)	0,369 (1,054)	-0,969** (0,433)	-0,908** (0,433)	-0,863* (0,447)	-0,931** (0,426)
CRESCIMENTO _i [?]	0,330 (0,214)	0,307 (0,225)	0,334 (0,233)	0,367 (0,240)	0,764* (0,386)	0,825* (0,447)	0,779** (0,372)	0,795** (0,375)	0,0843 (0,216)	0,0435 (0,238)	0,0675 (0,262)	0,0910 (0,273)
IDADE _i [?]	0,261* (0,155)	0,272* (0,158)	0,281* (0,147)	0,315** (0,150)	0,342 (0,367)	0,521 (0,481)	0,338 (0,361)	0,360 (0,360)	0,359** (0,143)	0,370** (0,145)	0,346** (0,146)	0,375** (0,146)
CONSTANTE	-1,133 (1,674)	-1,035 (1,662)	-1,318 (1,512)	-2,012 (1,496)	-3,968 (2,813)	-4,450 (3,449)	-3,843 (2,651)	-4,370 (2,706)	-2,350 (1,608)	-2,495 (1,550)	-2,162 (1,611)	-2,792* (1,539)
Observações	129	128	128	128	64	63	63	63	101	101	101	101
R ² ajustado	0,973	0,973	0,973	0,973	0,979	0,979	0,979	0,979	0,987	0,986	0,986	0,986
F	7,44	7,30	7,47	7,21	6,78	7,19	6,56	6,81	-	-	-	-
Wald χ^2	-	-	-	-	-	-	-	-	68.383,12	72.773,09	70.898,50	69.506,61
Jarque-Bera	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão robustos pela técnica de White (1980) em parênteses. Em que: QTOBIN_i = q de Tobin da empresa i conforme equação 2; TPR_VAL_i = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o período analisado para a empresa i ; TPR_VAL.D_i = variável binária igual a 1 (um) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs compõem o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs compõem o quartil inferior da amostra durante o período analisado; TPR_VAL.I_i = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o período analisado para a empresa i defasada em um período; IPGC_i = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para empresa i ; IPGC.I_i = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para empresa i defasado em um período; CONSINDEP_i = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i ; CONSINDEP.I_i = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i , defasada em um período; DUALIDADE_i = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa i também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário; DESVD_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta para empresa i ; DESVD3_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta para

empresa i ; $DESVI_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta para empresa i ; $DESVI3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta para empresa i ; PF_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário; $INSTITUCIONAL_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos ou fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário; $ESTRANGEIRO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSOxD1_i$ = variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis $TPR_VAL.D$; $ENDIVIDAMENTO_i$ = razão entre a dívida total e o ativo total da empresa i ; $TAMANHO_i$ = \ln do ativo total da empresa i ; $TANGIBILIDADE_i$ = ativo imobilizado dividido pelo ativo total da empresa i ; $CRESCIMENTO_i$ = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período da empresa i ; $IDADE_i$ = \ln da diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição da empresa i .

Com base na Tabela 6, que apresenta as especificações do modelo geral 2, que tem como variável dependente o q de Tobin (QTOBIN), consta-se que o montante dos contratos relacionados TPR_VAL é estatisticamente significativo em um nível de 5% de confiança e possui associação negativa para as especificações 1 a 4. Esses achados sustentam a hipótese de que as TPRs são danosas ao valor das empresas, visto que elas diminuem seu desempenho, tal como nos estudos realizados por Oda (2011), Wahab *et al.* (2011), Kohlbeck e Mayhew (2010), Chien e Hsu (2010), Munir e Gul (2010), Silveira, Prado e Sasso (2009), Ryngaerte e Thomas (2007). Essas evidências sustentam a vertente teórica de conflito de interesses disposta por Gordon, Henry e Palia (2004).

Evidenciou-se que, no conjunto de variáveis que compõem os mecanismos de governança corporativa, o índice desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) (IPGC) é estatisticamente significativo entre as especificações 1 a 4, indicando que empresas com maiores valores para esse índice apresentam melhor desempenho. Constatou-se também que a proporção de conselheiros independentes em relação à quantidade total de conselheiros de administração é fortemente relacionada com o desempenho das empresas, dada sua significância estatística em um nível de confiança de 1%, indo ao encontro dos resultados encontrados por Huang e Liu (2010) e Chien e Hsu (2010), que analisaram a associação entre as variáveis. Ressalta-se que os achados demonstram que melhores práticas de governança corporativa aumentam o desempenho das empresas.

A especificação 3 que possui como variável independente, dentre outras, o desvio entre direito sobre controle e direito sobre o fluxo de caixa de forma indireta para o maior acionista, apresentou significância estatística em um nível de confiança de 10%, sinal negativo e condizente com a teoria, indicando que empresas com maiores valores para essa variável possuem menor desempenho. Todavia, qualquer inferência sobre essa variável deve ser realizada com cautela em razão de sua fraca significância estatística.

Entre as características intrínsecas da firma, devido à relação positivamente significativa da variável ENDIVIDAMENTO, assevera-se que maior presença de capital de terceiros é utilizada para aumentar o desempenho das empresas, conforme foi evidenciado nos estudos de Aharony, Wang e Yuan (2010) e Gao e Kling (2008). Ademais, acredita-se que maior conhecimento de mercado adquirido ao longo do tempo, variável IDADE, acarreta o aumento do desempenho, tal e qual disposto por Cooley e Quadrini (2001) e Evans (1987).

Dando continuidade às análises das especificações constantes na Tabela 6, observa-se que a variável binária TPR_VAL.D, que segrega a amostra nos dois extremos dos quartis em relação ao montante dos contratos relacionados, apresentou significância estatística

em um nível de confiança de 5% e sinal negativo para as especificações 5 a 8, indicando que o fato de as empresas apresentarem valores elevados para o montante dos seus contratos relacionados acarreta um desempenho inferior para elas. Essas evidências corroboram os resultados das especificações 1 a 4, que indicaram existir uma associação negativa entre a utilização das TPRs e o desempenho das firmas.

No conjunto de mecanismos de governança corporativa, somente a variável que mede a proporção de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros administrativos (CONSINDEP) mostrou-se estatisticamente significativa, sendo essa significância em um nível de confiança de 5%. Com base no sinal da variável, é possível afirmar que a quantidade de conselheiros independentes da companhia é um mecanismo eficaz de governança corporativa, visto que, quanto maior a presença desses conselheiros no conselho de administração, maior será o desempenho das empresas.

O endividamento das empresas (ENDIVIDAMENTO) e o crescimento dos ativos (CRESCIMENTO) se mostraram estatisticamente positivos, demonstrando que o capital de terceiros dentro da empresa tem uma forte associação positiva com o aumento do desempenho delas. Ademais, acredita-se que um aumento do crescimento dos ativos totais da companhia acarreta desempenho superior, tal como verificado nos estudos realizados por Chien e Hsu (2010) e Berkman, Cole e Fu (2009), que analisaram, entre outras, a relação entre as medidas de desempenho e crescimento dos ativos.

Utilizou-se nas especificações 9 a 12 o método MMG (método dos momentos generalizados) na estimativa dos parâmetros em regressões com variáveis instrumentais. Cabe ressaltar que as variáveis instrumentadas utilizadas nas referidas especificações são o valor dos contratos relacionado, o índice de governança corporativa e a proporção de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros de administração defasados em um período, tal como descrito pormenorizadamente na subseção 3.4.3.

Para os modelos com variáveis instrumentais, não foi possível verificar significância estatística para a medida de TPRs. Não obstante, o sinal para essa variável foi negativo, apontando uma redução no desempenho quando do aumento do montante das TPRs. Todavia, esse resultado deve ser interpretado com cautela, dada a não significância estatística da variável.

A medida de governança corporativa IPGC apresentou sinal positivo, porém fraca significância estatística para as especificações 11 e 12. Assim, acredita-se que empresas que apresentam maiores valores para esse índice possuem desempenho mais elevado.

Assim como nas especificações anteriores (1 a 8), a variável que mede a

proporção de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros administrativos mostrou-se estatisticamente positiva, indicando que maior presença de conselheiros independentes acarreta aumento no desempenho das empresas.

Para o conjunto de variáveis de controle, observou-se que: o endividamento (ENDIVIDAMENTO), relação positiva; a tangibilidade dos ativos (TANGIBILIDADE), relação negativa; a idade das empresas (IDADE), relação positiva, mostraram-se fatores impactantes do desempenho das empresas, demonstrando a assertiva quando da escolha dessas variáveis no modelo econométrico.

De modo geral, as especificações do modelo geral 2 (1 a 12) não atenderam ao pressuposto da normalidade dos resíduos, conforme pode ser observado pelo teste de *Jarque-Bera*. Todavia o pressuposto da normalidade pode ser relaxado devido o tamanho da amostra e o teorema do limite central. Com base na medida R^2 ajustado, observa-se que ela apresenta alto valor para todas as especificações constantes na Tabela 6. Esse valor, quando elevado, pode ser indício da presença de multicolinearidade (GUJARATI, 2006, p. 285). Todavia, uma vez que as variáveis apresentaram valores inferiores a 10 para estatística do teste FIV, não foi considerado que os dados apresentaram problema ao atendimento do pressuposto da ausência de multicolinearidade. Ademais, “Enquanto a multicolinearidade não é perfeita, a estimação dos coeficientes de regressões é possível.” (GUJARATI, p. 285).

Tabela 7 – Estimativas dos fatores impactantes do desempenho das empresas (especificações 13 a 24)

“continua”

Variáveis Independentes	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)
TPR/REC _i ⁻	-0,00002 (0,00003)	-0,00002 (0,00003)	-0,00002 (0,00003)	-0,00002 (0,00003)	-	-	-	-	-	-	-	-
TPR/REC. D _i ⁻	-	-	-	-	-0,702 (0,473)	-0,565 (0,471)	-0,641 (0,485)	-0,649 (0,477)	-	-	-	-
TPR/REC. I _i ⁻	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,00008 (5,58e-05)	-0,00008 (5,73e-05)	-0,00008 (5,96e-05)	-0,00008 (5,86e-05)
IPGC _i ⁺	0,0388 (0,0300)	0,0622** (0,0300)	0,0571** (0,0270)	0,0641** (0,0270)	0,0947* (0,0545)	0,120** (0,0565)	0,109** (0,0540)	0,123** (0,0589)	-	-	-	-
IPGC. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	0,106* (0,0598)	0,137** (0,0569)	0,132** (0,0527)	0,140*** (0,0524)
CONSIDEP _i ⁺	1,367*** (0,517)	1,341** (0,524)	1,383*** (0,522)	1,384*** (0,526)	1,870 (1,151)	1,552 (1,128)	1,990* (1,156)	2,097* (1,159)	-	-	-	-
CONSIDEP. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	1,271** (0,630)	1,178* (0,632)	1,193* (0,636)	1,188* (0,642)
DUALIDADE _i ⁻	0,0972 (0,181)	0,0768 (0,183)	0,0818 (0,180)	0,0763 (0,180)	0,0817 (0,255)	0,0404 (0,249)	0,0718 (0,249)	0,0540 (0,248)	0,0654 (0,210)	0,0390 (0,213)	0,0502 (0,215)	0,0419 (0,214)
DESVD _i ⁻	-0,175* (0,100)	-	-	-	-0,0601 (0,145)	-	-	-	-0,177 (0,111)	-	-	-
DESVD3 _i ⁻	-	0,0297 (0,156)	-	-	-	0,226 (0,208)	-	-	-	-0,00974 (0,167)	-	-
DESVDI _i ⁻	-	-	-0,0285 (0,0314)	-	-	-	-0,000527 (0,0507)	-	-	-	-0,0236 (0,0351)	-
DESVDI3 _i ⁻	-	-	-	0,0164 (0,0629)	-	-	-	0,0825 (0,0645)	-	-	-	0,0231 (0,0640)
PF _i ⁻	-0,354* (0,209)	-0,401** (0,201)	-0,386* (0,204)	-0,337* (0,188)	-0,827** (0,362)	-0,897** (0,347)	-0,815** (0,372)	-0,764** (0,334)	-0,149 (0,272)	-0,180 (0,271)	-0,222 (0,259)	-0,172 (0,244)
INSTITUCIONAL _i ⁻	-0,194 (0,219)	-0,212 (0,215)	-0,316 (0,226)	-0,248 (0,206)	-0,353 (0,363)	-0,454 (0,361)	-0,439 (0,422)	-0,352 (0,381)	-0,338 (0,263)	-0,326 (0,263)	-0,378 (0,267)	-0,311 (0,245)
ESTRANGEIRO _i ⁻	-0,505** (0,210)	-0,502** (0,209)	-0,485** (0,201)	-0,412** (0,192)	-0,168 (0,281)	-0,160 (0,262)	-0,100 (0,296)	-0,00465 (0,265)	-0,417 (0,273)	-0,387 (0,266)	-0,445* (0,262)	-0,367 (0,249)

Tabela 7 – Estimativas dos fatores impactantes do desempenho das empresas (especificações 13 a 24)

Variáveis Independentes	“conclusão”											
	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)
EXCESSO _i ⁻	0,367** (0,180)	0,361* (0,188)	0,332* (0,186)	0,344* (0,182)	-0,0682 (0,463)	-0,0704 (0,461)	-0,0160 (0,481)	-0,0120 (0,460)	0,308 (0,214)	0,282 (0,211)	0,266 (0,217)	0,276 (0,214)
EXCESSOxD2 _i ⁻	- -	- -	- -	- -	0,00972 (0,529)	-0,0340 (0,536)	-0,0910 (0,532)	-0,0795 (0,534)	- -	- -	- -	- -
ENDIVIDAMENTO _i [?]	-0,165 (0,266)	-0,173 (0,280)	-0,0725 (0,263)	-0,0802 (0,265)	-0,149 (0,629)	-0,401 (0,709)	0,0192 (0,621)	0,0981 (0,645)	0,0332 (0,281)	0,0372 (0,293)	0,0457 (0,290)	0,0340 (0,290)
TAMANHO _i [?]	-0,0722 (0,0446)	-0,105** (0,0452)	-0,0872** (0,0417)	-0,0918** (0,0422)	-0,119 (0,0802)	-0,182** (0,0737)	-0,115 (0,0775)	-0,108 (0,0775)	-0,0517 (0,0527)	-0,0861 (0,0545)	-0,0839* (0,0496)	-0,0887* (0,0487)
TANGIBILIDADE _i [?]	0,283 (0,278)	0,282 (0,273)	0,256 (0,270)	0,250 (0,278)	0,908 (0,568)	1,103** (0,524)	0,867 (0,535)	0,819 (0,548)	0,326 (0,466)	0,383 (0,452)	0,397 (0,455)	0,405 (0,466)
CRESCIMENTO _i [?]	0,199 (0,148)	0,218 (0,184)	0,225 (0,174)	0,245 (0,174)	0,260 (0,229)	0,288 (0,249)	0,311 (0,251)	0,348 (0,250)	0,151 (0,186)	0,152 (0,231)	0,142 (0,226)	0,160 (0,230)
IDADE _i [?]	0,149 (0,116)	0,156 (0,114)	0,181 (0,110)	0,194* (0,109)	0,255 (0,244)	0,270 (0,244)	0,317 (0,236)	0,335 (0,242)	0,254* (0,132)	0,262** (0,132)	0,248* (0,140)	0,261** (0,133)
CONSTANTE	0,468 (1,163)	0,315 (1,138)	-0,0227 (1,079)	-0,301 (1,022)	-0,299 (2,816)	-0,161 (2,783)	-1,323 (2,830)	-2,011 (2,946)	-1,745 (1,479)	-1,931 (1,441)	-1,695 (1,543)	-1,996 (1,439)
Observações	133	132	132	132	67	67	66	66	106	106	106	106
R ² ajustado	0,297	0,285	0,295	0,293	0,353	0,360	0,354	0,361	0,323	0,302	0,303	0,301
F	2,72	2,67	2,82	2,61	1,16	1,31	1,08	1,11	-	-	-	-
Wald χ^2	-	-	-	-	-	-	-	-	32,54	27,28	29,53	26,82
Jarque-Bera	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão robustos pela técnica de White (1980) em parênteses. Em que: QTOBIN_i = q de Tobin da empresa i conforme equação 2; TPR/REC_i = montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida durante o período para a firma i ; TPR/REC.D_i = variável binária igual a 1 (um) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida componha o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida componha o quartil inferior da amostra durante o período analisado; TPR/REC.I_i = montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida ao final do período para a firma i defasado em um período; IPGC_i = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para empresa i ; IPGC.I_i = índice resultante do somatório de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para empresa i defasado em um período; CONSIDEP_i = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i ; CONSIDEP.I_i = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i defasada em um período defasado em um período; DUALIDADE_i = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa i também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário; DESVD_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta para empresa i ; DESVD3_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os

três maiores acionistas de forma direta para empresa i ; $DESVI_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta para empresa i ; $DESVI3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta para empresa i ; PF_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário; $INSTITUCIONAL_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos ou fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário; $ESTRANGEIRO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 2 e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSOxD2_i$ = variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis TPR/REC.D.; $ENDIVIDAMENTO_i$ = razão entre a dívida total e o ativo total da empresa i ; $TAMANHO_i$ = \ln do ativo total da empresa i ; $TANGIBILIDADE_i$ = ativo imobilizado dividido pelo ativo total da empresa i ; $CRESCIMENTO_i$ = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período da empresa i ; $IDADE_i$ = \ln da diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição da empresa i .

A Tabela 7 apresenta como variável dependente a medida de desempenho q de Tobin (QTOBIN) e como principal variável de análise a relevância dos contratos relacionados. Para as especificações 13 a 16, utilizou-se como medida de relevância o montante em valor absoluto das TPRs dividido pela receita operacional líquida das empresas (TPR/REC); para as especificações 17 a 20, empregou-se uma variável *dummy* que assume o valor de 1 (um) caso a razão entre o valor absoluto das TPRs pela receita operacional líquida componha o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso esse resultado componha o quartil inferior (TPR/REC.D); por fim, para as especificações 21 a 24, utilizou-se a variável TPR/REC instrumentada (TPR/REC.I).

Para todas as especificações do modelo (13 a 24), não foi possível afirmar que a relevância dos contratos relacionados impacta, de forma negativa, o desempenho das empresas, dada a falta de significância estatística das medidas de relevância das TPRs (TPR/REC, TPR/REC.D e TPR/REC.I). Esses resultados não invalidam a pesquisa, visto que, nas especificações da Tabela 6, a medida de TPRs se mostrou estatisticamente significativa para quase todas as especificações do modelo.

O índice de governança corporativa (IPGC e IPGC.I) e a proporção de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros administrativos (CONSINDEP e CONSINDEP.I) somente não apresentaram significâncias estatísticas para as especificações 13 e 17 e 18, respectivamente. A associação positiva com o desempenho das empresas indica que este é aumentado quando da adoção de “boas” práticas de governança corporativa.

De forma isolada, a variável DESVD, que representa o afastamento do princípio “uma ação, um voto” para o maior acionista de forma direta, apresentou significância estatística para a especificação 13. Mesmo apresentando sinal de acordo com a teoria, o que leva a acreditar que o desvio do direito sobre o controle e o direito sobre o fluxo de caixa é danoso às empresas por deteriorar o desempenho delas, tal variável tem de ser interpretada com cuidado dada a fraca significância estatística encontrada para ela.

Partindo da premissa que o maior acionista último das empresas trabalha para maximizar seu bem-estar pessoal, verifica-se que as variáveis que identificam o maior acionista em última instância PF (caso o acionista último seja uma pessoa física) e ESTRANGEIRO (caso o acionista em última instância seja uma empresa estrangeira), quando estatisticamente significativas apresentaram sinal negativo, demonstrando que esses tipos de acionistas em última instância tendem a maximizar seu bem-estar pessoal em detrimento dos demais investidores, uma vez que as variáveis PF e ESTRANGEIRO impactam

negativamente o desempenho das empresas.

Ainda de acordo com a Tabela 7, nota-se que o excesso de remuneração dos executivos (conselho de administração e diretoria) é estatisticamente significativo para as especificações 13 a 16; porém, a variável apresenta sinal contrário ao esperado, não podendo afirmar, desse modo, que a parcela não explicada da remuneração executiva é danosa às empresas.

No conjunto de variáveis de controle, a medida de tamanho das empresas (TAMANHO) foi negativamente significativa para as especificações 14, 15, 16, 18, 23 e 24, conforme pode ser observado nas pesquisas realizadas por Kohlbeck e Mayhew (2010), Silveira, Prado e Sasso (2009) e Cheng e Chen (2007), que verificaram a mesma relação entre as variáveis. A tangibilidade dos ativos (TANGIBILIDADE) apresentou significância estatística e sinal positivo para especificação 18 e a variável idade das empresas (IDADE) foi positivamente significativa para as especificações 16, 21, 22, 23 e 24.

Com base nas demais estatísticas, é possível verificar que nenhuma das especificações constantes na Tabela 7 atendeu ao pressuposto da normalidade dos resíduos, tendo por base o teste de *Jarque-Bera*. Contudo, a rejeição da hipótese nula de normalidade não invalida a pesquisa, visto o tamanho da amostra e com base no teorema do limite central. Ademais, os valores para as estatísticas de qualidade do ajustamento do modelo R^2 ajustado, mesmo sendo menores que os presentes na Tabela 6, mostraram que as especificações do modelo estão bem ajustadas.

Em suma, e levando em consideração os resultados presentes nas Tabelas 6 e 7, os contratos relacionados são danosos ao desempenho das empresas, visto os resultados significativos e consistentes das medidas de TPRs que demonstraram associação negativa com a medida de desempenho. Constatou-se também que, no geral, o mercado premia as empresas com melhores práticas de governança corporativa e que, pessoas físicas e empresas estrangeiras, quando acionistas em última instância das empresas, tendem a maximizar seu bem-estar pessoal em detrimento dos demais acionistas. Por fim, a elevada alavancagem das dívidas e o maior conhecimento de mercado impactam positivamente o desempenho das empresas.

Não obstante, os resultados para as variáveis IPGC, CONSINDEP, ENDIVIDAMENTO, TANGIBILIDADE e IDADE são robustos, em virtude de suas significâncias estatísticas para os modelos estimados com base na metodologia de variáveis instrumentais.

4.2.3 Estimativas do impacto dos tipos de TPRs na remuneração excessiva dos executivos

Similarmente ao ocorrido com as medidas de desempenho e de acordo com o estudo realizado por Kohlbeck e Mayhew (2004), foi considerado que a ocorrência de contratos relacionados impacta o excesso de remuneração dos executivos. Desse modo, foram geradas estimativas para modelos econométricos que têm como variáveis dependentes os excessos de remuneração executiva e como variáveis independentes as medidas de ocorrência de TPRs, conforme ilustra a Tabela 8:

Tabela 8 – Estimativas do impacto dos tipos de TPRs na remuneração excessiva

Variáveis Independentes	(1)	(2)	(3)
TPR_N _i [?]	-0,00701* (0,00403)	- -	- -
TPR_S _i [?]	- -	-0,0110** (0,00493)	- -
TPR_C _i [?]	- -	- -	0,0230 (0,0169)
Constante	-0,0948 (0,203)	-0,0735 (0,196)	-0,423** (0,205)
Observação	139	139	139
Wald χ^2	3,04	4,952	1,863
R ² ajustado	0,0118	0,0208	0,01000
Jarque-Bera	0,0407**	0,8979	0,132

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão robustos pela técnica de White (1980) em parênteses. Em que: TPR_N_i = quantidade total de TPRs divulgadas no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Silveira, Prado e Sasso (2009); TPR_S_i = quantidade de TPRs classificadas como simples no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); TPR_C_i = quantidade de TPRs classificadas como complexas no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010).

Tendo por base a Tabela 8, é possível verificar que as variáveis independentes das especificações 1 e 2 foram estatisticamente significativas em níveis de confiança, respectivamente, de 10% e 5% e apresentaram uma associação negativa com a medida de remuneração excessiva dos executivos.

Os resultados encontrados indicam que, quanto maior a totalidade das TPRs e ocorrência dos contratos relacionados classificados como simples, menor será o excesso de

remuneração dos executivos.

Os resultados constantes na Tabela 8 são condizentes com os achados na Tabela 5, no que diz respeito ao sinal das variáveis. Desse modo, foi possível verificar que as TPRs em sua totalidade e as classificadas como simples estão negativamente associadas com o excesso de remuneração e que os contratos relacionados classificados como complexos apresentam uma associação positiva com este excesso.

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa investigou os fatores impactantes dos contratos relacionados e seus possíveis impactos no desempenho das empresas. A literatura em âmbito nacional que investiga as determinantes das TPRs e que as associa ao desempenho das empresas ainda é incipiente, elemento que demanda pesquisas para acrescer sobre o tema referenciado.

As conclusões levaram em consideração que a pesquisa tenta corroborar a vertente teórica de conflito de interesses descrita por Gordon, Henry e Palia (2004), que descrevem o lado danoso dos contratos relacionados. Não obstante, essa vertente apoiada pela teoria da agência é a mais indicada para análise dos resultados, visto que o Brasil apresenta uma estrutura de propriedade concentrada (SIFFERT FILHO, 1998; CARVALHAL DA SILVA, 2004; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2008), o que pode facilitar a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte dos controladores (majoritários), e ser um país emergente que possui empresas com baixos índices de qualidade da governança corporativa (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005).

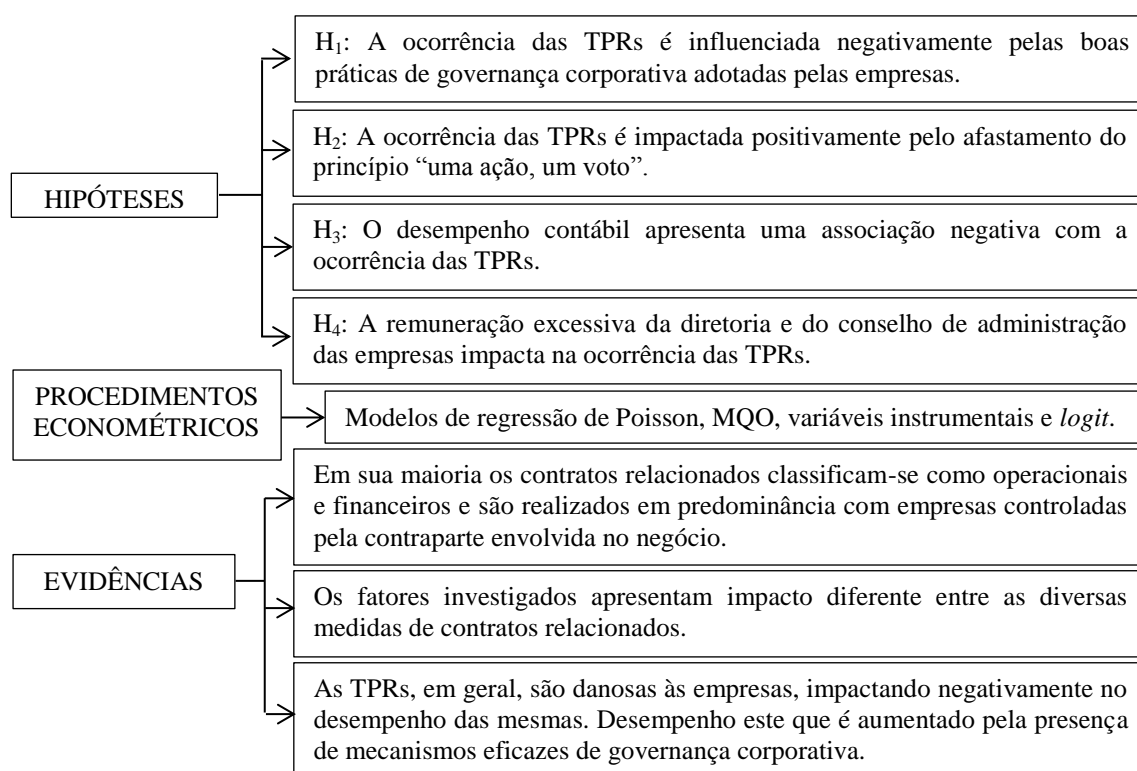
As evidências indicaram que, de modo geral, os fatores investigados impactaram diferentemente as diversas medidas de TPRs das empresas analisadas. Constatou-se também que, quando significativos, os fatores impactantes do desempenho das empresas mostraram igual associação entre as diversas especificações dos modelos, sendo que as medidas de governança corporativa IPGC e CONSINDEP e as características intrínsecas da firma ENDIVIDAMENTO, TANGIBILIDADE, TAMANHO e IDADE são robustas a possíveis problemas de endogeneidade, com base nas estimativas das especificações com a utilização de variáveis instrumentais.

Ao mapear as TPRs adotando distintas formas de classificação, foi possível observar que, pela análise univariada dos dados, a maioria dos contratos relacionados se

classifica como operacional e financeiro, o que envolve, em maior parte, locações de bens móveis e imóveis, compras e vendas de ativos e empréstimos, e são realizados em predominância com empresas controladas pela contraparte envolvida no negócio.

Com o objetivo de nortear as conclusões, a seguir são reapresentadas as hipóteses e procedimentos econométricos adotados, bem como as principais evidências encontradas na pesquisa.

Figura 4 – Estrutura analítica da conclusão



Fonte: Elaborada pelo autor.

A respeito das hipóteses levantadas, constatou-se uma validação parcial da primeira hipótese lançada na pesquisa de que os mecanismos de boas práticas de governança corporativa são benéficos às empresas, reduzindo a ocorrência das TPRs. Essa validação parcial ocorreu porque somente a variável que representa a proporção de conselheiros independentes em relação à quantidade total de conselheiros administrativos apresentou sinal negativo para as especificações 9 a 12 constantes na Tabela 5, indicando que o mercado considera as TPRs classificadas como complexas danosas às empresas.

Não foi possível validar a hipótese de que a riqueza dos acionistas minoritários é expropriada pelos controladores (acionistas majoritários), via desvio entre direitos sobre

controle e direitos sobre o fluxo de caixa, de forma tanto direta como indireta, uma vez que, quando estatisticamente significativas, as medidas de afastamento do princípio “uma ação, um voto” apresentaram sinal contrário ao esperado.

A terceira hipótese do estudo investigou a possibilidade de o desempenho contábil estar negativamente relacionado com a ocorrência dos vários tipos de TPRs. Os resultados confirmam parcialmente essa hipótese, uma vez que, quando analisadas as especificações 7 e 8 constantes na Tabela 5, a medida de desempenho q de Tobin apresentou significância estatística em um nível de confiança de 5% e sinal condizente com a teoria, demonstrando que o desempenho reduz a ocorrência de TPRs classificadas como simples. Todavia, quando observadas as especificações 9 a 12, a variável de desempenho apresenta sinal contrário ao esperado e significância em um nível de confiança de 1%, demonstrando que os contratos relacionados complexos, que envolvem maior número de contas das demonstrações financeiras, não tem sua ocorrência reduzida devido um maior desempenho das empresas.

A quarta hipótese que verifica se a parte não explicada da remuneração executiva é danosa às empresas, quando de sua vinculação com os contratos relacionados, foi validada parcialmente, uma vez que a variável binária EXCESSO para as especificações 9, 10, 11 e 12 constantes na Tabela 5 apresentou significância estatística em um nível de confiança de 5% e associação positiva com a variável dependente TPR_C. Com base nos achados empíricos, acredita-se que o excesso da remuneração executiva é vinculado aos contratos relacionados classificados como complexos. Numa análise pela vertente de que as TPRs são danosas às empresas, observa-se que o excesso de remuneração executiva pode acarretar um aumento nas TPRs complexas, que são ditas como fonte de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

Ressalta-se que as conclusões sobre a quarta hipótese da pesquisa devem ser realizadas com cautela porque, pela Tabela 8, não foi possível verificar um efeito estatisticamente positivo das TPRs complexas no excesso de remuneração executivo.

Em relação ao impacto das TPRs no desempenho das empresas, conclui-se que o mercado reconhece que a relevância dos contratos relacionados é danosa às empresas e que o mercado premia empresas que adotam mecanismos eficazes de governança corporativa. Esses achados vão ao encontro da vertente teórica de que as TPRs são fonte de conflito de interesses, descrita por Gordon, Henry e Palia (2004) e sustentada na presente pesquisa. Ademais, conclui-se que as pessoas físicas e empresas estrangeiras, quando acionistas em última instância das empresas, tendem a maximizar seu bem-estar pessoal em detrimento dos demais acionistas, impactando negativamente o desempenho das empresas. Além disso, o

mercado reconhece como benéfico o elevado grau de endividamento e o maior conhecimento de mercado refletindo positivamente no desempenho das empresas.

Com base nos achados empíricos, a pesquisa colabora para o melhor funcionamento e entendimento do mercado de capitais brasileiro e auxilia os acionistas minoritários (na avaliação da empresa com base nos números contábeis), órgãos normatizadores (com o reforço da regulamentação das determinantes que são nocivas aos participantes do mercado acionário) e pesquisadores (no desenvolvimento de métricas mais precisas e nas possibilidades de novos estudos).

Este estudo diferencia-se das pesquisas nacionais nos seguintes aspectos: (a) ampliação do período analisado para o mapeamento das TPRs; (b) classificação das TPRs que adotam a metodologia de Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); (c) inclusão de variável referente à remuneração executiva; e (d) emprego da métrica de Poisson em dados contábeis.

As principais limitações da pesquisa referem-se ao tamanho e seleção da amostra, uma vez que foram selecionadas 70 empresas de um total de 200 que apresentaram maior liquidez em bolsa. A adoção desse procedimento é justificada pelo fato de existir uma tendência de que empresas com negociação frequente de suas ações tendem a disponibilizar suas informações de forma mais completa. A inversão de alguns sinais esperados e a falta de significância estatística para algumas variáveis podem ser resultados tanto das variáveis utilizadas na pesquisa quanto dos procedimentos econométricos aplicados.

Com base nos resultados encontrados e nas limitações elencadas, recomenda-se para pesquisas futuras: (a) utilização de uma amostra mais abrangente; (b) regressões pela metodologia dos momentos generalizados sistêmicos; (c) verificação do impacto das transações relacionadas na qualidade das informações contábeis; e (d) realização de uma análise entre as transações realizadas a partes relacionadas, comparando-as com transações efetuadas a partes não relacionadas.

REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R. K.; SAMWICK, A. A. Empire-builders and shirkers: investment, firm performance, and managerial incentives. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 489-515, fev. 2006.
- AHARONY, J.; WANG, J.; YUAN, H. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 29, p. 1-26, 2010.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, dez. 1972.
- ALDRIGHI, D. M. Corporate governance in germany: an assessment of the convergence hypothesis. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 51-100, jan./mar. 2000.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, abr./jun. 2007.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. Relação entre variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 4, p. 17-37, out./dez. 2008.
- ARIFF, A. M.; HASHIM, H. A. The breadth and depth of related party transactions disclosures. **International Journal of Trade, Economics and Finance**, v. 4, n. 6, p. 388-392, dez. 2013.
- ATTAWAY, M. C. A study of the relationship between company performance and CEO compensation. **American Business Review**, v. 18, n. 1, p. 77-85, 2000.
- BAEK, J. S.; KANG, J. K.; LEE, I. Business groups and tunneling: evidence from private securities offering by Korean chaebols. **Journal of Finance**, v. 61, n. 5, p. 2415-2449, 2006.
- BARROS, L. A. B. C. *et al.* A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. Working paper, p. 1-32, abr. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em: 24 jan. 2014.

BEBCHUK, L.; FRIED, J. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. **Cambridge**, Estados Unidos da América. 1-20, 2004. Disponível em: <<http://escholarship.org/uc/item/4499k9wq>>. Acesso em: 24 jan. 2014.

BENNOURI, M.; NEKHILI, M.; TOURON, P. Does auditors' reputation 'discourage' related party transactions? The french case. **Financial Markets & Corporate Governance Conference**, pp. 1-40, mar. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1823464>>. Acesso em: 11 maio 2014.

BERESKIN, F. L.; CICERO, D. C. CEO compensation contagion: evidence from an exogenous shock. **Journal of Financial Economics**, v. 107, p. 477-493, set. 2013.

BERKMAN, H.; COLE, R. A.; FU, L. J. Expropriation through loan guarantees to related parties: evidence from China. **Journal of Banking and Finance**, vol. 33, n. 1, p. 1-35, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1305217>>. Acesso em: 11 maio 2014.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932. 426 p.

BERTRAND, M.; MEHTA, P.; MULLAINATHAN, S. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 1, p. 121-148, fev. 2002.

BHAGAT, S.; JEFFERIS, R. **The econometrics of corporate governance studies**. 1 ed. Massachusetts Institute of Technology, 2002. 114p.

BÖRSCH-SUPAN, A. H.; KÖKE, J. F. Anapplied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **ZEW discussion paper**, abr. 2000. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=373383>>. Acesso em: 11 maio 2014.

BORTOLON, P. M. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, n. 1, p. 2-18, jan./mar. 2013.

BRASIL. Lei nº 11.638 de 28 de Dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 de dez. 2007. Edição Extra, Seção 1, p. 2.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 de dez. 1976.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. 137 f. Tese (Doutorado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil, **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CASTRO, C. M. **A prática da pesquisa**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006. 190 p.

CHEN, C. W.; WU, C. Related party transactions and ownership concentration: theory and evidence. **E-Leader Conference Singapore**, p. 1-8, 2010. Disponível em: <http://www.g-casa.com/conferences/singapore/papers_in_pdf/wed/Chen.pdf>. Acesso em: 11 maio 2014.

CHENG, P.; CHEN, J. Related party transactions: a second source for earnings management—evidence from chinese IPOs. **American Accounting Association**, Chicago, ago. 2007.

CHEUNG, Y. L. *et al.* Buy high, sell low: how listed firms price transfers in related party transactions. **Journal of Banking and Finance**, v. 33 n. 5, p. 914–924, out. 2009a.

CHEUNG, Y. L. *et al.* Tunneling and propping up: an analysis of related party transactions by chinese listed companies. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, n. 3, p. 372-393, nov. 2009b.

CHEUNG, Y. L.; RAU, P. R.; STOURAITIS, A. Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong. **Journal of Financial Economics**, v. 82, p. 343-386, set. 2006.

CHIEN, C. Y.; HSU, J. C. S. The role of corporate governance in related party transactions. Working paper, p. 1-27, jan. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1539808>>. Acessado em: 24 jan. 2014.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S.W. A simple approximation of Tobin's q . **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CLAESSENS, S. *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, dez. 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in east asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 81-112, 2000.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, nov.1937.

COFFE JR, J. C. A theory of corporate scandals: why the US and europe differ. **Columbia Law and Economics**, Working paper, n. 274, p. 1-30, mar. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em: 24 jan. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Deliberação nº 560, de 11 de dezembro de 2008. Aprova o pronunciamento técnico CPC 05 do comitê de pronunciamentos contábeis, que trata das divulgações sobre partes relacionadas. Rio de Janeiro, RJ, 11 de dez. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=D&File=\deli\deli560.doc>. Acesso em: 01 nov. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Deliberação nº 642, de 7 de outubro de 2010. Aprova o pronunciamento técnico CPC 05 (R1) do comitê de pronunciamentos contábeis, que trata das divulgações sobre partes relacionadas. Rio de Janeiro, RJ, 7 de out. 2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicadodeliberacoes.asp>>. Acesso em: 01 nov. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Instrução Normativa nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro, RJ, 7 de dez. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>>. Acesso em: 01 nov. 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) de 3 de setembro de 2010. Divulgação sobre partes relacionadas. Brasília, DF, 7 de out. 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>. Acesso em: 01 nov. 2013.

CONYON, M. J. Corporate governance and executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, v. 15, p. 493-509, 1997.

COOLEY, T. F.; QUADRINI, V. Financial market and firm dynamics. **The American Economic Review**, v. 91, n. 5, p. 1286-1310, dez. 2001.

CORE, J. E.; GUAY, W.; LARCKER, D. F. The power of the pen and executive compensation. **Journal of Financial Economics**, v. 88, pp. 1-25, 2008.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371-406, 1999.

DAHYA, J.; DIMITROV, O.; McCONNELL, J. J. Dominant shareholders, corporate board and corporate value: a cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 87, p. 73-100, 2008.

DEFUSCO, R. A.; JOHNSON, R. R.; ZORN, T. S. The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 2, p. 617-627, jun. 1990.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

DJANKOV, S. *et al.* The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 430-465, jun. 2008.

EVANS, D. S. The relationship between firm growth, size, and age: estimates for 100 manufacturing industries. **The Journal of Industrial Economics**, v. 35, n. 4, p. 567-581, jun. 1987.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P. The ultimate ownership of western european corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.

FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. Corporate performance and CEO compensation in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 693-714, 2006.

FIRTH, M.; TAM, M.; TANG, M. The determinants of top management pay. **Omega**, v. 27, p. 617-635, 1999.

FUNCHAL, J.A.; TERRA, P.R.S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM

ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Bahia. **Anais...EnANPAD**, 2006, 1 CD-ROM.

GAO, L; KLING, G. Corporate governance and tunneling: empirical evidence from China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v 16, p. 591-605, 2008.

GE, W. *et al.* Value relevance of disclosed related party transactions. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, v. 26, p. 134–141, 2010.

GOPALAN, R.; NANDA, V.; SERU, A. Affiliated firms and financial support: evidence from indian business groups. **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 3, p. 759–795, 2007.

GORDON, E.; HENRY, E.; PALIA, D. Related party transactions: associations with corporate governance and firm value. **EFA 2004 Maastricht Paper**, n. 4377, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=558983>>. Acesso em: 10 ago. 2013.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. 811 p.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HEARN, B. The determinants of director remuneration, executive tenure and individual executive disclosure in north african IPO firms. **Research in International Business and Finance**, v. 27, p. 162-182, 2013.

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, nº 3, pp. 353-384, 1999.

HOCHBERG, Y. V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm. **Review of Finance, Forthcoming**, set. 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=474542>>. Acesso em: 3 abr. 2013.

HSU, P. C., Going private – a response to an increased regulatory burden? **UCLA School of Law**, n. 4, p. 1-76, 2004. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=619501>>. Acesso em: 3 abr. 2013.

HU, S.; SHEN, Y.; XU, Y. Determinants of related-party transactions: evidence from China's listed companies during 2002-2006. **Frontiers of Business Research in China**, v. 3, n. 2, p.

190-206, 2009.

HUANG, D. T.; LIU, Z. C. A study of the relationship between related party transactions and firm value in high technology firms in Taiwan and China. **African Journal of Business Management**, v. 4, n. 9, p. 1924-1931, ago. 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JIAN, M.; WONG, T. J. Earnings management and tunneling through related party transactions: evidence from chinese corporate groups. **EFA 2003 Annual Conference**, n. 549, p. 1-44, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=424888>>. Acesso em: 15 dez. 2013.

JIAN, M.; WONG, T. J. Propping through related party transactions. **Review of Accounting Studies**, v. 15, n. 1, p. 70-105, 2010.

JIANG, G.; LEE, C. M. C.; YUE, H. Tunneling through inter-corporate loans: the China experience. **Journal of Financial Economics**, v. 98, n. 1, p. 1-20, 2010.

JULIARTO, A. **Tunneling**: related party transactions of ASEAN listed firms. 2012, 214 p., Ph.D. Curtin University, School of Accounting. 2012. Disponível em: <http://espace.library.curtin.edu.au/R?func=dbin-jump-full&local_base=gen01-era02&object_id=188718> Acesso em: 25 set. 2013.

KATO, T.; KIM, W.; LEE, J. H. Executive compensation, firm performance, and chaebols in Korea: evidence from new panel data. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 15, p. 36-55, 2007.

KENNEDY, P. **A guide to econometrics**. Cambridge: Mit Press, 1998.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy**, n. 2818, mar. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em: 15 dez. 2013.

KLEIN, B.; CRAWFORD, R. G; ALCHIAN, A. A. Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. **Journal of Law and Economics**, v. 21, n. 2, p. 297-326, out. 1978.

KOHLBECK, M. J.; MAYHEW, B. W. Agency costs, contracting, and related party

transactions. Working paper, p. 1-43, dez. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=592582>>. Acesso em: 11 out. 2013.

KOHLBECK, M.; MAYHEW, B. W. Valuation of firms that disclose related party transactions. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 29, p. 115-137, 2010.

KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras**. 2009. 192 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-518, abr. 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; ZAMARRIPA, G. Related lending. **The Quarterly Journal of Economics**, v.118, n.1, p. 231-268, 2002.

LAFFONT, J. J.; MARTIMORT, D. The Theory of Incentives I : The principal-agent model. **Princeton University Press**, p. 381, feb. 2001. Disponível em: <http://xmlservices.unisi.it/depfid/joomla/iscrizione/materiali/9666/Laffont_Incentives.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2013.

LAWRENCE, M.; SMITH, D. Around The World In 80 Trades Approaches To Related-Party Transactions. **Institutional Shareholder Services Inc.**, p. 1-10, mar. 2011.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 296-310, maio/ago. 2008. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: 15 dez. 2013.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ DE SILANES, F., CHONG, A. org., **Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence across Latin America**, Stanford University Press, 2007.

LEI, A. C. H.; SONG, F. M. Connected transactions and firm valuations: evidence from China affiliated companies. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 19, n. 5, p. 470-490, 2011.

LEV, B. **Intangibles: management and reporting**. Washington: Brookings, 2001.

LEVINE, D. M. *et al.* **Estatística: teoria e aplicação: usando microsoft excel em português**. 6. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2012. 804 p.

LO, A. W. Y.; WONG, R. M. K.; FIRTH, M. Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 2, p. 225-235, 2010.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110-120, abr. 1965.

MATOS, O. M. S. P. **O impacto das transações com partes relacionadas na performance operacional das companhias listadas na BM&FBovespa**. 2011. 51 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Espírito Santo, 2011.

McCONNELL, J. J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 595-612, 1990.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, p. 163-184, 1995.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MUNIR, S.; GUL, R. J. Related-party transactions, family firms and firm performance: some Malaysian evidence. **Finance and Corporate Governance Conference**, p. 1-33, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1705846>>. Acesso em: 24 jan. 2014.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, p. 11-42, 1985.

MURPHY, K. J. Executive compensation. Working paper, p.1-91, jun. 1998. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 10 ago. 2013.

MYERS, S. C. Capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, dez. 1984.

NAKAYASU, G. N. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. 2006. 143 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

ODA, P. **Transações com partes relacionadas, governança corporativa e desempenho: um estudo com dados em painel**. 2011. 98 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

O'NEILL, G. L.; IOB, M. Determinants of executive remuneration in australian organizations: an exploratory study. **Asia Pacific Journal of Human Resources**, p. 37-65, 1999.

OZKAN, N. CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data. **School of Economics, Finance and Management University of Bristol**, Inglaterra, p. 1-36, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1102703>>. Acesso em: 24 jan. 2014.

PIZZO, M. Related party transactions under a contingency perspective. **Journal of Management & Governance**, v. 17, n. 2, p. 309-330, 2013.

PROCIANOY, J. L.; COMERLATO, G. M. B. A transferência de resultados entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo econômico. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 29, n. 2, p. 38-48, abr./jun. 1994.

QUENTAL, G. A. J. **Investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da bolsa de valores de São Paulo**. 2007. 70 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

RAMALHO, J. J. S. **Modelos de regressão para dados de contagem**. 1996. 111 f. Dissertação (Mestrado em Matemática) – Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa, 1996.

RYNGAERT, M. D; THOMAS, S. E. Related party transactions: their origins and wealth effects. Working Papers, set. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=970689>>. Acesso em: 24 jan. 2014.

SANTOS, A. B.; PEROBELLI, F. F. C. Reação do mercado à deliberação de planos de opção de compra de ações: um estudo de eventos para as empresas negociadas na bovespa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 2009.

SHIWAKOTI, R. K. Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. **Accounting and Finance**, v. 52, p. 213-235, 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.5, n. 9, p. 1-23, 1998.

SILVEIRA, A. M. *et al.* Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração USP**, São Paulo, v. 44, n.3, p.173-189, jul./ago./set. 2009.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. M.; PRADO, V. M.; SASSO, R.. Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil. **Center for Corporate Governance Research**, n. 2, 2009. Disponível em: <http://www.ceg.org.br/arquivos/02_2009.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2013.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 4, p. 635-674, out./dez. 2005.

TONG, Y.; WANG, H. Related party transactions, benefits of control and earnings quality. **Frontiers of Business Research in China**, v. 2 , n. 2, p. 187-203, 2008.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, p. 385–417, 2006.

WAHAB, E. A. A.; HARON, H.; LOK, C. L.; YAHYA, S. Does corporate governance matter? Evidence from related party transactions in Malasia. **Advances in financial economics**, v. 14, p. 131-164, 2011.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WEDDERBURN, R. W. N. Quasi-likelihood functions, generalized linear models, and the gauss-newton method. **Biometrika Trust**, v. 61, n. 34, p. 439-447, dez. 1974.

WILLIAMSON, O. E. **Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications**. 1 ed. New York: The Free Press, 1975. 286 p.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985. 468 p.

WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. **Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 2, p. 233-261, out. 1979.

WOOD JUNIOR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 224 p.

APÊNDICE A – EMPRESAS DA AMOSTRA

Nome no pregão	Setor de atuação	Índice de liquidez	Nome no pregão	Setor de atuação	Índice de liquidez
Petrobras	Petróleo e Gás	5,9259	Sao Martinho	Alimentos e Beb.	0,068
Itausa	Outros	2,0883	Autometal	Veículos e peças	0,0561
CSI (Sid. Nacional)	Siderur. e Metalur.	1,2764	Technos	Outros	0,0522
Oi	Telecomunicações	1,1043	Sierrabrasil	Outros	0,0485
Cia Hering	Têxtil	0,7798	Magnesita SA	Mineração	0,048
Telef Brasil	Telecomunicações	0,7669	Profarma	Comércio	0,0414
P.Acucar-Cbd	Comércio	0,7431	Time For Fun	Outros	0,0286
Bradespar	Outros	0,6286	Positivo Inf	Eletroeletrônicos	0,0257
Braskem	Química	0,624	Ideiasnet	Outros	0,0233
Localiza	Outros	0,5911	Gp Invest	Outros	0,023
MMX Miner	Mineração	0,5036	Tupy	Veículos e peças	0,0212
Qualicorp	Outros	0,466	Kepler Weber	Siderur. e Metalur.	0,0207
Eletropaulo	Energia Elétrica	0,4461	Sao Carlos	Outros	0,0171
CPFL Energia	Energia Elétrica	0,4178	Viver	Construção	0,0152
Marcopolo	Veículos e peças	0,3734	Guararapes	Têxtil	0,014
LLX Log	Outros	0,3512	Eucatex	Outros	0,0124
Light S/A	Energia Elétrica	0,329	Wilson Sons	Transporte Serviç	0,0086
Totvs	Software e Dados	0,2638	Brasilagro	Agro e Pesca	0,008
Randon Part	Veículos e peças	0,2559	Plascar Part	Veículos e peças	0,0055
BR Brokers	Outros	0,2167	Trisul	Construção	0,0046
Eztec	Construção	0,1983	Grazziotin	Comércio	0,0043
Copasa	Outros	0,1953	Lan Chile	Transporte Serviço	0,004
Magaz Luiza	Comércio	0,1899	Csu Cardsyst	Outros	0,0039
V-Agro	Outros	0,1888	Mangels Indl	Siderur. e Metalur.	0,0032
Tecnisa	Construção	0,1831	Net	Outros	0,0032
Direcional	Construção	0,1824	CPFL Renovav	Energia Elétrica	0,0031
BR Pharma	Comércio	0,1788	Springs	Têxtil	0,0029
Aliansce	Outros	0,1778	Schulz	Veículos e peças	0,0025
Grendene	Têxtil	0,1663	Metalfrio	Máquinas Indust	0,0025
Iocho-Maxion	Veículos e peças	0,1649	Laep	Alimentos e Beb.	0,0023
Tran Paulist	Energia Elétrica	0,1282	Minupar	Alimentos e Beb.	0,0021
JHSF Part	Construção	0,1212	Recrusul	Veículos e peças	0,0015
Santos Brp	Transp. e Serviço	0,1185	Teka	Têxtil	0,0015
Lopes Brasil	Outros	0,1152	Inepar Tel	Telecomunicações	0,0014
Paranapanema	Siderur. e Metalur.	0,0713	Fras-Le	Veículos e peças	0,0012

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B – VERSÃO ATUAL DO QUESTIONÁRIO DESENVOLVIDO POR LEAL E CARVALHAL DA SILVA (2007)

Dimensão das perguntas		“continua”
Critérios		
Dimensão 1 – Disclosure		
1. Algum documento público da companhia inclui informações sobre políticas e mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas?	0 (a empresa não divulga informações); 0,5 (divulga alguma informação) e 1 (divulga informações consideradas “substanciais”).	
2. A companhia revela informações sobre a remuneração da administração, desagregando o percentual pago ao conselho e à diretoria e informado as proporções pagas sob a forma de remuneração fixa e variável?	0 (a empresa não desagrega CA e diretoria); 0,5 (desagrega mas não informa remuneração fixa e variável ou não desagrega mas informa proporção para sob forma de remuneração fixa e variável); 1,0 (empresa desagrega e informa remuneração fixa e variável).	
3. A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas nos últimos 5 anos?	0 (não) ou 1 (sim)	
4. O website da companhia possui uma seção de Relações com os Investidores, sendo possível obter o Relatório Anual por meio dele?	0 (não) ou 1 (sim)	
5. O website disponibiliza as apresentações realizadas para analistas de mercado?	0 (não) ou 1 (sim)	
6. O relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	0 (não) ou 1 (sim)	
Dimensão 2 – Composição e funcionalidade do conselho		
7. Presidente do Conselho e Presidente Executivo são pessoas diferentes?	0 (não) ou 1 (sim)	
8. A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho evidenciando em informações públicas (Estatuto Social, Relatório Anual, website, etc.)?	0 (não) ou 1 (sim)	
9. O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do presidente da diretoria?	0 (não) ou 1 (sim)	
10. O conselho tem entre 5 e 9 membros, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas do IBGC?	0 (não) ou 1 (sim)	
11. Os membros do conselho têm mandatos de 1 ano, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas do IBGC?	0 (não) ou 1 (sim)	
Dimensão 3 – Ética e conflitos de interesses		
12. A porcentagem de ações não votante é menor do que 20% do total do capital?	0 (não) ou 1 (sim)	
13. O percentual das ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações da empresa?	0 (não) ou 1 (sim)	
14. Empréstimos em favor do controlador e outras partes relacionadas são proibidos no estatuto?	0 (não) ou 1 (sim)	
15. O estatuto facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa fé?	0 (não) ou 1 (sim)	
Dimensão 4 – Direitos dos acionistas		

		“conclusão”
Dimensão das perguntas	Critérios	
16. Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira? a) a empresa concede a cada ação um voto? b) a empresa tem ações preferenciais emitidas e concede direito de voto a todas as ações nas decisões de maior impacto (Nível 2, p.ex.)	0 (emissão de preferenciais, sem direito de voto em quaisquer materiais); 0,5 – item b (direito de voto às preferenciais em materiais relevantes); 1,0 – item a (conceito uma ação – um voto).	
17. A companhia garante direitos a <i>tag-along</i> além dos que são legalmente exigidos?	0 (<i>tag along</i> como mera obrigação legal); 0,5 (empresa concede <i>tag along</i> apenas para as ON ou apenas para PN além das exigências legais); 1,0 (empresa concede <i>tag along</i> para as ON e para as PN além das exigências legais). Caso a empresa possua apenas ON emitidas e conceda <i>tag along</i> além das exigências legais para estas ações, deve receber 1,0 ponto.	
18. O controle da companhia é direto?	0 (não) ou 1 (sim)	
19. Os acordos entre sócios se abstêm de vincular ou restringir o exercício da direito de voto de quaisquer membros do Conselho de Administração, ou de indicar quaisquer diretores para a sociedade?	0 (não) ou 1 (sim)	
20. O <i>fre-float</i> é igual ou maior do que os 25% exigidos para listagem nos segmentos especiais de governança da Bovespa?	0 (não) ou 1 (sim)	
Fonte: Leal; Carvalhal da Silva (2007).		

APÊNDICE C – FATOR DE INFLAÇÃO DA VARIÂNCIA

“continua”

Especificação 1		Especificação 2		Especificação 3		Especificação 4	
Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV
PF	4,86	PF	4,89	PF	5,07	PF	4,92
TAMANHO	3,84	ESTRANGEIRA	3,81	ESTRANGEIRA	4,18	ESTRANGEIRA	4,05
ESTRANGEIRA	3,84	TAMANHO	3,73	TAMANHO	3,14	TAMANHO	3,14
INSTITUCIONAL	2,81	INSTITUCIONAL	2,88	INSTITUCIONAL	3,02	INSTITUCIONAL	2,84
TPR_VAL	2,32	TPR_VAL	2,38	TPR_VAL	2,24	ENDIVIDAMENTO	2,29
IPGC	2,29	IPGC	2,23	IPGC	2,05	TPR_VAL	2,2
ENDIVIDAMENTO	2,02	ENDIVIDAMENTO	2,01	ENDIVIDAMENTO	2	IPGC	2,04
IDADE	1,68	IDADE	1,68	IDADE	1,72	IDADE	1,67
DESVD	1,66	DESVD3	1,67	TANGIBILIDADE	1,6	TANGIBILIDADE	1,59
TANGIBILIDADE	1,59	TANGIBILIDADE	1,62	DUALIDADE	1,56	DUALIDADE	1,58
DUALIDADE	1,57	DUALIDADE	1,57	CONSIDEP	1,53	CONSIDEP	1,53
CONSIDEP	1,54	CONSIDEP	1,52	EXCESSO	1,42	DESVDI3	1,47
EXCESSO	1,39	EXCESSO	1,44	DESVDI	1,4	EXCESSO	1,39
CRESCIMENTO	1,16	CRESCIMENTO	1,17	CRESCIMENTO	1,17	CRESCIMENTO	1,17
Especificação 5		Especificação 6		Especificação 7		Especificação 8	
Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV
TAMANHO	6,33	TAMANHO	5,77	TAMANHO	5,49	TAMANHO	5,49
PF	3,72	PF	3,75	PF	3,67	PF	3,59
ESTRANGEIRA	3,31	EXCESSO	3,63	ESTRANGEIRA	3,64	ESTRANGEIRA	3,45
EXCESSO	2,91	ESTRANGEIRA	3,59	EXCESSO	2,94	EXCESSO	2,94
EXCESSOD	2,78	EXCESSOD	2,79	EXCESSOD	2,93	EXCESSOD	2,87
TPR_VAL	2,77	TPR_VAL	2,77	INSTITUCIONAL	2,71	ENDIVIDAMENTO	2,72
IPGC	2,51	ENDIVIDAMENTO	2,5	TPR_VAL	2,67	TPR_VAL	2,66
ENDIVIDAMENTO	2,48	IDADE	2,29	ENDIVIDAMENTO	2,53	INSTITUCIONAL	2,19
DESVD	2,24	INSTITUCIONAL	2,29	IDADE	2,12	IDADE	2,04
IDADE	2,16	IPGC	2,22	IPGC	2,02	IPGC	1,93
INSTITUCIONAL	2,15	TANGIBILIDADE	1,85	DUALIDADE	1,87	TANGIBILIDADE	1,74
TANGIBILIDADE	1,84	DESVD3	1,82	TANGIBILIDADE	1,77	DUALIDADE	1,74
DUALIDADE	1,83	DUALIDADE	1,7	DESVDI	1,74	DESVDI3	1,6
CONSIDEP	1,39	CONSIDEP	1,43	CONSIDEP	1,4	CONSIDEP	1,39
CRESCIMENTO	1,19	CRESCIMENTO	1,23	CRESCIMENTO	1,22	CRESCIMENTO	1,2
Especificação 13		Especificação 14		Especificação 15		Especificação 16	
Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV
PF	4,87	PF	4,94	PF	5,05	PF	4,9
ESTRANGEIRA	3,89	ESTRANGEIRA	3,87	ESTRANGEIRA	4,22	ESTRANGEIRA	4,07
INSTITUCIONAL	2,68	INSTITUCIONAL	2,76	INSTITUCIONAL	2,79	INSTITUCIONAL	2,66
IPGC	2,33	IPGC	2,2	IPGC	2,06	IPGC	2,05
IDADE	1,81	IDADE	1,81	IDADE	1,89	IDADE	1,82
TANGIBILIDADE	1,66	TANGIBILIDADE	1,66	TANGIBILIDADE	1,67	TANGIBILIDADE	1,7
TAMANHO	1,65	TAMANHO	1,62	DUALIDADE	1,59	DUALIDADE	1,58
DUALIDADE	1,59	DUALIDADE	1,59	CONSIDEP	1,57	CONSIDEP	1,58
DESVD	1,59	CONSIDEP	1,55	ENDIVIDAMENTO	1,49	ENDIVIDAMENTO	1,49
CONSIDEP	1,57	DESVD3	1,53	TAMANHO	1,44	TAMANHO	1,44
ENDIVIDAMENTO	1,48	ENDIVIDAMENTO	1,51	EXCESSO	1,42	EXCESSO	1,41
EXCESSO	1,41	EXCESSO	1,44	DESVDI	1,37	DESVDI3	1,26
TPRREC	1,23	TPRREC	1,23	TPRREC	1,25	TPRREC	1,23
CRESCIMENTO	1,14	CRESCIMENTO	1,16	CRESCIMENTO	1,17	CRESCIMENTO	1,16

“conclusão”

Especificação 17		Especificação 18		Especificação 19		Especificação 20	
Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV	Variáveis	FIV
PF	4,44	PF	4,53	PF	4,59	PF	4,46
TPR_REC	3,72	TPR_REC	3,85	TPR_REC	3,47	TPR_REC	3,45
INSTITUCIONAL	3,23	INSTITUCIONAL	3,42	ESTRANGEIRA	3,43	ESTRANGEIRA	3,3
EXCESSOD	3,23	EXCESSOD	3,22	INSTITUCIONAL	3,42	INSTITUCIONAL	3,25
ESTRANGEIRA	3,13	ESTRANGEIRA	3,06	EXCESSOD	3,23	EXCESSOD	3,24
TAMANHO	2,86	ENDIVIDAMENTO	2,85	EXCESSO	2,71	EXCESSO	2,64
IPGC	2,82	TAMANHO	2,82	IPGC	2,54	IPGC	2,53
CONSIDEP	2,67	EXCESSO	2,64	ENDIVIDAMENTO	2,48	ENDIVIDAMENTO	2,53
EXCESSO	2,64	IPGC	2,63	CONSIDEP	2,41	CONSIDEP	2,46
ENDIVIDAMENTO	2,64	CONSIDEP	2,54	IDADE	2,06	TAMANHO	2,03
DESVD	2,26	DESVD3	2,01	TAMANHO	2	IDADE	1,99
DUALIDADE	1,92	IDADE	1,93	DUALIDADE	1,83	DUALIDADE	1,83
IDADE	1,91	TANGIBILIDADE	1,85	TANGIBILIDADE	1,74	TANGIBILIDADE	1,75
TANGIBILIDADE	1,86	DUALIDADE	1,84	DESVDI	1,52	DESVDI3	1,5
CRESCIMENTO	1,32	CRESCIMENTO	1,33	CRESCIMENTO	1,39	CRESCIMENTO	1,39

Fonte: Elaborada pelo autor.

APÊNDICE D – ESTIMATIVAS ALTERNATIVAS DOS FATORES IMPACTANTES DA OCORRÊNCIA E TIPOS DE TPRs

“continua”												
Especificações	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Variáveis	TPR_N	TPR_N	TPR_N	TPR_N	TPR_S	TPR_S	TPR_S	TPR_S	TPR_C	TPR_C	TPR_C	TPR_C
IPGC _i ⁻	0,133*** (0,0474)	0,115** (0,0447)	0,171*** (0,0614)	0,169*** (0,0528)	0,136** (0,0602)	0,111** (0,0548)	0,209** (0,0828)	0,191*** (0,0700)	0,124* (0,0655)	0,108 (0,0687)	0,0764 (0,0570)	0,104* (0,0581)
CONSIDEP _i ⁻	-0,647 (0,477)	-0,705 (0,460)	-0,584 (0,493)	-0,596 (0,492)	-0,163 (0,515)	-0,253 (0,494)	-0,0299 (0,544)	-0,0877 (0,540)	-2,803*** (0,722)	-2,756*** (0,712)	-2,761*** (0,712)	-2,682*** (0,684)
DUALIDADE _i ⁺	-0,437* (0,256)	-0,488* (0,262)	-0,395* (0,227)	-0,401* (0,243)	-0,515 (0,328)	-0,583* (0,329)	-0,430 (0,294)	-0,488 (0,317)	-0,305 (0,257)	-0,319 (0,264)	-0,406 (0,287)	-0,287 (0,274)
ROA _i ⁻	-1,023 (1,201)	-0,916 (1,137)	-1,510 (1,263)	-1,489 (1,245)	-2,338** (1,158)	-2,162** (1,071)	-3,179** (1,309)	-3,022** (1,245)	8,982*** (1,915)	8,931*** (1,884)	9,076*** (1,686)	8,848*** (1,945)
DESVD _i ⁺	-0,278** (0,138)	- (0,138)	- (0,138)	- (0,138)	-0,547** (0,235)	- (0,235)	- (0,235)	- (0,235)	0,269 (0,173)	- (0,173)	- (0,173)	- (0,173)
DESVD3 _i ⁺	- (0,138)	-0,689*** (0,249)	- (0,249)	- (0,249)	- (0,249)	-1,292*** (0,449)	- (0,449)	- (0,449)	- (0,449)	0,265 (0,288)	- (0,288)	- (0,288)
DESVDI _i ⁺	- (0,138)	- (0,138)	-0,00833 (0,0808)	- (0,0808)	- (0,0808)	- (0,0808)	0,00547 (0,112)	- (0,112)	- (0,112)	- (0,112)	-0,0243 (0,0585)	- (0,0585)
DESVDI3 _i ⁺	- (0,138)	- (0,138)	- (0,138)	-0,0296 (0,0825)	- (0,0825)	- (0,0825)	- (0,0825)	-0,165 (0,154)	- (0,154)	- (0,154)	- (0,154)	0,175** (0,0886)
PF _i ⁺	0,0541 (0,387)	0,203 (0,393)	0,00497 (0,441)	0,00764 (0,380)	-0,0447 (0,460)	0,212 (0,466)	-0,0986 (0,563)	-0,159 (0,458)	0,477 (0,344)	0,465 (0,349)	0,547 (0,370)	0,522 (0,348)
INSTITUCIONAL _i ⁺	-0,127 (0,360)	0,0869 (0,361)	-0,237 (0,383)	-0,236 (0,362)	-0,165 (0,440)	0,204 (0,424)	-0,290 (0,495)	-0,390 (0,433)	-0,817* (0,447)	-0,882* (0,475)	-0,740* (0,440)	-0,641 (0,433)
ESTRANGEIRO _i ⁺	0,160 (0,346)	0,279 (0,352)	0,236 (0,453)	0,233 (0,367)	0,0121 (0,424)	0,220 (0,424)	0,193 (0,606)	0,0640 (0,448)	0,700** (0,350)	0,622* (0,347)	0,653* (0,376)	0,745** (0,361)
EXCESSO _i [?]	-0,0973 (0,201)	-0,0803 (0,199)	-0,141 (0,203)	-0,137 (0,207)	-0,285 (0,258)	-0,243 (0,253)	-0,365 (0,265)	-0,356 (0,267)	0,519** (0,221)	0,547** (0,224)	0,530** (0,216)	0,560*** (0,216)
ENDIVIDAMENTO _i [?]	-0,0472 (0,0380)	-0,0393 (0,0357)	-0,0581 (0,0394)	-0,0562 (0,0393)	-0,0780** (0,0376)	-0,0629* (0,0356)	-0,100** (0,0411)	-0,0861** (0,0412)	0,0701 (0,596)	0,0740 (0,565)	0,130 (0,254)	-0,0511 (0,647)
TAMANHO _i [?]	0,181** (0,0763)	0,215*** (0,0788)	0,163** (0,0687)	0,163** (0,0687)	0,194** (0,0975)	0,260** (0,105)	0,157* (0,0860)	0,161* (0,0846)	0,240*** (0,0734)	0,250*** (0,0746)	0,265*** (0,0697)	0,268*** (0,0711)

“conclusão”												
Especificações	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Variáveis	TPR_N	TPR_N	TPR_N	TPR_N	TPR_S	TPR_S	TPR_S	TPR_S	TPR_C	TPR_C	TPR_C	TPR_C
TANGIBILIDADE _i [?]	-1,797*** (0,632)	-1,821*** (0,638)	-1,814*** (0,551)	-1,821*** (0,614)	-2,601*** (0,832)	-2,645*** (0,831)	-2,611*** (0,717)	-2,741*** (0,832)	0,410 (0,553)	0,313 (0,556)	0,269 (0,557)	0,394 (0,597)
CRESCIMENTO _i [?]	0,593*** (0,188)	0,541*** (0,191)	0,631*** (0,196)	0,628*** (0,195)	0,711*** (0,231)	0,635*** (0,227)	0,781*** (0,224)	0,772*** (0,235)	0,0688 (0,227)	0,0830 (0,241)	0,0253 (0,240)	0,0673 (0,228)
IDADE _i [?]	0,318* (0,187)	0,316* (0,184)	0,359* (0,193)	0,360* (0,189)	0,388 (0,239)	0,382* (0,230)	0,454* (0,238)	0,460* (0,243)	0,0451 (0,174)	0,0502 (0,175)	0,0535 (0,185)	0,0537 (0,174)
CONSTANTE	-3,272 (2,511)	-3,153 (2,488)	-4,248 (3,067)	-4,207 (2,699)	-3,829 (3,309)	-3,817 (3,222)	-5,654 (4,025)	-5,154 (3,634)	-5,058** (2,010)	-4,942** (2,048)	-4,393** (2,117)	-5,206** (2,060)
Observação	137	136	136	136	137	136	136	136	137	136	136	136
Wald χ^2	131,82	134,0	111,2	112,2	105,6	90,99	80,40	75,52	142,7	138,1	141,1	136,3
R ² ajustado	0,3214	0,337	0,322	0,322	0,346	0,369	0,337	0,341	0,357	0,354	0,347	0,357
Jarque-Bera	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão robustos pela técnica de White (1980) em parênteses. Em que: TPR_N_i = quantidade total de TPRs divulgadas no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Silveira, Prado e Sasso (2009); TPR_S_i = quantidade de TPRs classificadas como simples no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); TPR_C_i = quantidade de TPRs classificadas como complexas no período para a empresa i, tendo por base a metodologia proposta por Kohlbeck e Mayhew (2004; 2010); IPGC_i = índice resultante da somatória de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) para empresa i; CONINDEP_i = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i defasada em um período; DUALIDADE_i = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa i também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário; ROA_i = retorno sobre os ativos sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total da empresa i; DESVD_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta para empresa i; DESVD3_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta para empresa i; DESVI_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta para empresa i; DESVI3_i = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta para empresa i; PF_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário; INSTITUCIONAL_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos e fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário; ESTRANGEIRO_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário; EXCESSO_i = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário; ENDIVIDAMENTO_i = razão entre a dívida total e o ativo total da empresa i; TAMANHO_i = ln do ativo total da empresa i; TANGIBILIDADE_i = ativo imobilizado dividido pelo ativo total da empresa i; CRESCIMENTO_i = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período da empresa i; IDADE_i = diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição da empresa i.

APÊNDICE E – ESTIMATIVAS ALTERNATIVAS DOS FATORES IMPACTANTES DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS (ESPECIFICAÇÕES 1 A 12)

“continua”

Variáveis Independentes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
TPR_VAL _i ⁻	-0,00760 (0,00551)	-0,00927* (0,00543)	-0,00758 (0,00574)	-0,00772 (0,00576)	-	-	-	-	-	-	-	-
TPR_VAL. D _i ⁻	-	-	-	-	-0,0695* (0,0387)	-0,0785* (0,0420)	-0,0806** (0,0395)	-0,0775* (0,0399)	-	-	-	-
TPR_VAL. I _i ⁻	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,00922 (0,00771)	-0,0115 (0,00717)	-0,00921 (0,00766)	-0,00893 (0,00744)
IPGC _i ⁺	0,00656 (0,00681)	0,00485 (0,00702)	0,00613 (0,00619)	0,00608 (0,00614)	0,00810 (0,00539)	0,00106 (0,00629)	0,00280 (0,00412)	0,00250 (0,00415)	-	-	-	-
IPGC. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00375 (0,00683)	0,000788 (0,00648)	0,00388 (0,00593)	0,00408 (0,00562)
CONSIDEP _i ⁺	0,110*** (0,0368)	0,111*** (0,0378)	0,112*** (0,0380)	0,113*** (0,0387)	0,240*** (0,0786)	0,240*** (0,0696)	0,228*** (0,0846)	0,246*** (0,0801)	-	-	-	-
CONSIDEP. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	0,177*** (0,0637)	0,185*** (0,0656)	0,177*** (0,0653)	0,177*** (0,0667)
DUALIDADE _i ⁻	0,0334 (0,0336)	0,0343 (0,0338)	0,0334 (0,0339)	0,0346 (0,0354)	-0,00951 (0,0276)	-0,0281 (0,0319)	-0,0175 (0,0318)	-0,0212 (0,0291)	0,0263 (0,0346)	0,0260 (0,0356)	0,0263 (0,0345)	0,0265 (0,0358)
DESVD _i ⁻	0,00727 (0,0168)	-	-	-	0,0484* (0,0244)	-	-	-	-0,00156 (0,0167)	-	-	-
DESVD3 _i ⁻	-	-0,0130 (0,0307)	-	-	-	-0,00190 (0,0439)	-	-	-	-0,0282 (0,0290)	-	-
DESVDI _i ⁻	-	-	0,00235 (0,00432)	-	-	-	0,00646 (0,00433)	-	-	-	-0,000664 (0,00431)	-
DESVDI3 _i ⁻	-	-	-	0,00456 (0,00929)	-	-	-	0,0115 (0,0121)	-	-	-	0,00118 (0,00771)
PF _i ⁻	-0,0359 (0,0264)	-0,0312 (0,0301)	-0,0283 (0,0233)	-0,0297 (0,0236)	-0,0140 (0,0378)	0,00582 (0,0439)	0,0109 (0,0354)	0,00718 (0,0372)	-0,0210 (0,0310)	-0,0120 (0,0356)	-0,0224 (0,0305)	-0,0207 (0,0292)

“conclusão”

Variáveis Independentes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
INSTITUCIONAL _i ⁻	-0,0195 (0,0233)	-0,0152 (0,0260)	-0,0165 (0,0266)	-0,0187 (0,0247)	-0,0163 (0,0276)	-0,0135 (0,0324)	-0,000373 (0,0309)	-0,0105 (0,0302)	-0,0275 (0,0295)	-0,0195 (0,0317)	-0,0291 (0,0328)	-0,0264 (0,0297)
ESTRANGEIRO _i ⁻	0,0173 (0,0260)	0,0178 (0,0252)	0,0237 (0,0296)	0,0224 (0,0280)	0,0179 (0,0362)	0,00574 (0,0395)	0,0322 (0,0336)	0,0281 (0,0338)	0,0519 (0,0358)	0,0565 (0,0349)	0,0506 (0,0396)	0,0532 (0,0376)
EXCESSO _i ⁻	-0,0305 (0,0297)	-0,0305 (0,0303)	-0,0280 (0,0284)	-0,0296 (0,0296)	0,0437 (0,0443)	0,0491 (0,0555)	0,0464 (0,0460)	0,0468 (0,0459)	-0,0678* (0,0392)	-0,0669* (0,0394)	-0,0685* (0,0380)	-0,0680* (0,0389)
EXCESSOxD1 _i ⁻	- -	- -	- -	- -	-0,0212 (0,0408)	-0,0198 (0,0422)	-0,0217 (0,0399)	-0,0289 (0,0408)	- -	- -	- -	- -
ENDIVIDAMENTO _i [?]	-0,026*** (0,00478)	-0,025*** (0,00489)	-0,026*** (0,00482)	-0,026*** (0,00479)	-0,023*** (0,00481)	-0,023*** (0,00480)	-0,023*** (0,00490)	-0,023*** (0,00497)	-0,018*** (0,00324)	-0,018*** (0,00340)	-0,018*** (0,00327)	-0,019*** (0,00317)
TAMANHO _i [?]	0,0145 (0,00909)	0,0188* (0,0110)	0,0165 (0,0104)	0,0166 (0,0105)	0,0228* (0,0124)	0,0326** (0,0148)	0,0326** (0,0128)	0,0327** (0,0127)	0,0202 (0,0125)	0,0261* (0,0142)	0,0199 (0,0130)	0,0195 (0,0129)
TANGIBILIDADE _i [?]	-0,0378 (0,0350)	-0,0341 (0,0353)	-0,0420 (0,0348)	-0,0383 (0,0365)	-0,0642 (0,0522)	-0,113 (0,0732)	-0,0940 (0,0621)	-0,0962 (0,0603)	-0,0604 (0,0464)	-0,0574 (0,0475)	-0,0593 (0,0463)	-0,0598 (0,0464)
CRESCIMENTO _i [?]	0,0185 (0,0191)	0,0166 (0,0181)	0,0205 (0,0194)	0,0203 (0,0188)	0,0364 (0,0298)	0,0323 (0,0268)	0,0404 (0,0283)	0,0375 (0,0282)	0,0335 (0,0312)	0,0290 (0,0287)	0,0333 (0,0319)	0,0338 (0,0321)
IDADE _i [?]	0,0205* (0,0115)	0,0198* (0,0117)	0,0229* (0,0124)	0,0223* (0,0117)	-0,00219 (0,0157)	-0,00990 (0,0182)	0,000166 (0,0166)	-0,00245 (0,0161)	0,0269** (0,0130)	0,0265** (0,0133)	0,0266* (0,0140)	0,0270** (0,0131)
CONSTANTE	-0,307 (0,232)	-0,287 (0,234)	-0,355 (0,253)	-0,348 (0,241)	-0,466** (0,201)	-0,365** (0,179)	-0,514** (0,196)	-0,487** (0,189)	-0,375 (0,243)	-0,351 (0,233)	-0,370 (0,260)	-0,381 (0,242)
Observações	129	128	128	128	64	63	63	63	101	101	101	101
R ² ajustado	0,739	0,739	0,740	0,740	0,902	0,895	0,898	0,898	0,562	0,560	0,562	0,563
F	4,52	4,57	4,66	4,62	5,57	5,77	5,46	5,09	-	-	-	-
Wald χ^2	-	-	-	-	-	-	-	-	550,6	567,9	550,9	550,5
Jarque-Bera	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão robustos pela técnica de White (1980) em parênteses. Em que: ROA_i = retorno sobre os ativos sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total da empresa i; TPR_VAL_i = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o período analisado para a empresa i; TPR_VAL.D_i = variável binária igual a 1 (um) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs compõem o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs compõem o quartil inferior da amostra durante o período analisado; TPR_VAL.I_i = ln do montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o período analisado para a empresa i defasada em um período; IPGC_i = índice resultante da somatória de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) para empresa i; IPGC.I_i = índice resultante da somatória de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) para empresa i defasado em um

período; $CONSINDEP_i$ = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i defasada em um período; $CONSINDEP.I_i$ = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i defasada em um período defasado em um período; $DUALIDADE_i$ = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa i também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário; $DESVD_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta para empresa i ; $DESVD3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta para empresa i ; $DESVI_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta para empresa i ; $DESVI3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta para empresa i ; PF_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário; $INSTITUCIONAL_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos e fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário; $ESTRANGEIRO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSOxD1_i$ = variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis $TPR_VAL.D$; $ENDIVIDAMENTO_i$ = razão entre a dívida total e o ativo total da empresa i ; $TAMANHO_i$ = \ln do ativo total da empresa i ; $TANGIBILIDADE_i$ = ativo imobilizado dividido pelo ativo total da empresa i ; $CRESCIMENTO_i$ = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período da empresa i ; $IDADE_i$ = diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição da empresa i .

APÊNDICE F – ESTIMATIVAS ALTERNATIVAS DOS FATORES IMPACTANTES DO DESEMPENHO DAS EMPRESAS (ESPECIFICAÇÕES 13 A 24)

“continua”

Variáveis Independentes	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)
TPR/REC _i ⁻	-5,32e-06*** (1,96e-06)	-5,18e-06*** (1,94e-06)	-5,00e-06** (1,95e-06)	-5,35e-06*** (1,96e-06)	-	-	-	-	-	-	-	-
TPR/REC. D _i ⁻	-	-	-	-	-0,0198 (0,0304)	-0,0105 (0,0308)	-0,0145 (0,0306)	-0,0160 (0,0299)	-	-	-	-
TPR/REC. I _i ⁻	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,37e-06 (3,73e-06)	-2,36e-06 (3,71e-06)	-1,51e-06 (3,92e-06)	-2,72e-06 (3,60e-06)
IPGC _i ⁺	0,00198 (0,00351)	0,00254 (0,00369)	0,00219 (0,00310)	0,00210 (0,00310)	0,000624 (0,00346)	0,00243 (0,00363)	0,00237 (0,00364)	0,00164 (0,00361)	-	-	-	-
IPGC. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00161 (0,00388)	0,00123 (0,00375)	0,00212 (0,00339)	0,00133 (0,00325)
CONSIDEP _i ⁺	0,0576** (0,0256)	0,0579** (0,0259)	0,0579** (0,0257)	0,0605** (0,0255)	0,0699 (0,0681)	0,0475 (0,0681)	0,0632 (0,0650)	0,0670 (0,0638)	-	-	-	-
CONSIDEP. I _i ⁺	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0570 (0,0386)	0,0580 (0,0385)	0,0553 (0,0388)	0,0632 (0,0396)
DUALIDADE _i ⁻	0,0127 (0,0192)	0,0123 (0,0190)	0,0122 (0,0193)	0,0139 (0,0203)	0,0168 (0,0204)	0,0136 (0,0197)	0,0138 (0,0198)	0,0149 (0,0201)	0,00341 (0,0196)	0,00394 (0,0198)	0,00144 (0,0196)	0,00504 (0,0208)
DESVD _i ⁻	0,00384 (0,0110)	-	-	-	-0,00540 (0,0107)	-	-	-	0,00500 (0,0107)	-	-	-
DESVD3 _i ⁻	-	0,0148 (0,0208)	-	-	-	0,0136 (0,0186)	-	-	-	0,00466 (0,0175)	-	-
DESVDI _i ⁻	-	-	0,00350 (0,00419)	-	-	-	0,00255 (0,00403)	-	-	-	0,00552 (0,00433)	-
DESVDI3 _i ⁻	-	-	-	0,00610 (0,00873)	-	-	-	0,000522 (0,00804)	-	-	-	0,00599 (0,00770)
PF _i ⁻	-0,065*** (0,0226)	-0,069*** (0,0258)	-0,059*** (0,0200)	-0,062*** (0,0215)	-0,079** (0,0310)	-0,083** (0,0317)	-0,074** (0,0309)	-0,079** (0,0333)	-0,057** (0,0257)	-0,057** (0,0285)	-0,046** (0,0222)	-0,053** (0,0247)

“conclusão”

Variáveis Independentes	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)
INSTITUCIONAL _i ⁻	-0,0423** (0,0185)	-0,0470** (0,0206)	-0,0356* (0,0199)	-0,0388* (0,0199)	-0,0461 (0,0335)	-0,0524 (0,0344)	-0,0419 (0,0350)	-0,0483 (0,0367)	-0,0377* (0,0217)	-0,0393* (0,0219)	-0,0263 (0,0233)	-0,0333 (0,0232)
ESTRANGEIRO _i ⁻	-0,0208 (0,0179)	-0,0249 (0,0193)	-0,0137 (0,0190)	-0,0161 (0,0196)	-0,0215 (0,0242)	-0,0204 (0,0247)	-0,0113 (0,0254)	-0,0176 (0,0275)	-0,00441 (0,0204)	-0,00618 (0,0208)	0,00791 (0,0219)	0,000351 (0,0226)
EXCESSO _i ⁻	0,00822 (0,0104)	0,00976 (0,0105)	0,0104 (0,0102)	0,00761 (0,0106)	0,0168 (0,0264)	0,0166 (0,0261)	0,0207 (0,0283)	0,0181 (0,0270)	0,00467 (0,0117)	0,00540 (0,0115)	0,00915 (0,0113)	0,00388 (0,0120)
EXCESSOxD2 _i ⁻	- -	- -	- -	- -	-0,0133 (0,0315)	-0,0163 (0,0310)	-0,0172 (0,0333)	-0,0168 (0,0327)	- -	- -	- -	- -
ENDIVIDAMENTO _i [?]	-0,290*** (0,0568)	-0,294*** (0,0608)	-0,290*** (0,0581)	-0,290*** (0,0583)	-0,209*** (0,0453)	-0,226*** (0,0523)	-0,206*** (0,0446)	-0,207*** (0,0437)	-0,309*** (0,0619)	-0,31*** (0,0648)	-0,312*** (0,0623)	-0,309*** (0,0620)
TAMANHO _i [?]	0,00596 (0,00365)	0,00513 (0,00397)	0,00635 (0,00396)	0,00638 (0,00393)	-0,000305 (0,00528)	-0,00464 (0,00580)	-0,00127 (0,00447)	-0,00132 (0,00460)	0,00625 (0,00412)	0,00656* (0,00373)	0,00641 (0,00427)	0,00697 (0,00439)
TANGIBILIDADE _i [?]	0,0866** (0,0331)	0,0846*** (0,0316)	0,0837** (0,0326)	0,0895** (0,0366)	0,0619 (0,0512)	0,0754 (0,0511)	0,0633 (0,0484)	0,0642 (0,0475)	0,0699** (0,0340)	0,0688** (0,0339)	0,0651** (0,0330)	0,0738** (0,0368)
CRESCIMENTO _i [?]	0,0178 (0,0136)	0,0195 (0,0150)	0,0196 (0,0141)	0,0191 (0,0135)	0,00942 (0,0143)	0,0114 (0,0157)	0,0133 (0,0159)	0,0115 (0,0159)	0,0336 (0,0205)	0,0342 (0,0209)	0,0361* (0,0208)	0,0354* (0,0198)
IDADE _i [?]	0,00978 (0,00721)	0,00994 (0,00716)	0,0115 (0,00781)	0,00998 (0,00754)	0,0146 (0,0128)	0,0157 (0,0126)	0,0182 (0,0137)	0,0166 (0,0137)	0,0133 (0,00819)	0,0132 (0,00818)	0,0164* (0,00878)	0,0129 (0,00845)
CONSTANTE	-0,102 (0,114)	-0,109 (0,117)	-0,134 (0,127)	-0,121 (0,120)	-0,0231 (0,161)	-0,0131 (0,163)	-0,0872 (0,179)	-0,0516 (0,193)	-0,137 (0,110)	-0,134 (0,109)	-0,188 (0,122)	-0,147 (0,113)
Observações	133	132	132	132	67	67	66	66	106	106	106	106
R ² ajustado	0,626	0,629	0,626	0,626	0,542	0,545	0,535	0,532	0,660	0,659	0,664	0,661
F	5,03	5,33	4,58	4,67	6,32	6,54	6,04	6,19	-	-	-	-
Wald χ^2	-	-	-	-	-	-	-	-	61,72	99,94	55,23	56,86
Jarque-Bera	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão robustos pela técnica de White (1980) em parênteses. Em que: ROA_i = retorno sobre os ativos sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total da empresa i; ; TPR/REC_i = montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida durante o período para a firma i; TPR/REC.D_i = variável binária igual a 1 (um) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida integrem o quartil superior da amostra e 0 (zero) caso o montante total em reais e valores absolutos das TPRs dividido pela receita operacional líquida integrem o quartil inferior da amostra durante o período analisado; TPR/REC.I_i = montante total em reais e valores absolutos das TPRs durante o ano dividido pela receita operacional líquida ao final do período para a firma i defasada em um período; IPGC_i = índice resultante da somatória de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para empresa i; IPGC.I_i = índice resultante da somatória de pontos que representam as respostas positivas do questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para empresa i defasado em um período; CONSINDEP_i = proporção da

quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i defasada em um período; $CONSINDEP.I_i$ = proporção da quantidade de conselheiros independentes em relação ao total de conselho de administração da empresa i defasada em um período defasado em um período; $DUALIDADE_i$ = variável binária igual a 1 (um) se o CEO da empresa i também atua como presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário; $DESVD_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma direta para empresa i ; $DESVD3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma direta para empresa i ; $DESVI_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para o maior acionista de forma indireta para empresa i ; $DESVI3_i$ = razão entre o capital votante e o capital total em termos percentuais para os três maiores acionistas de forma indireta para empresa i ; PF_i = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma pessoa física e 0 (zero) caso contrário; $INSTITUCIONAL_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa de capital fechado, fundo de investimentos e fundo de pensões, e 0 (zero) caso contrário; $ESTRANGEIRO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso o acionista em última instância da empresa i seja uma empresa estrangeira e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSO_i$ = variável binária igual a 1 (um) caso a empresa i tenha apresentado excesso de remuneração proveniente da equação 3 e 0 (zero) caso contrário; $EXCESSOxD1_i$ = variável binária de interação entre o excesso de remuneração e a variável binária que segrega o montante dos contratos relacionados em quartis $TPR_VAL.D$; $ENDIVIDAMENTO_i$ = razão entre a dívida total e o ativo total da empresa i ; $TAMANHO_i$ = \ln do ativo total da empresa i ; $TANGIBILIDADE_i$ = ativo imobilizado dividido pelo ativo total da empresa i ; $CRESCIMENTO_i$ = razão entre o ativo total do período t e o ativo total defasado em um período da empresa i ; $IDADE_i$ = diferença entre a data final da coleta de dados (31/12/2010; 31/12/2011; 31/12/2012) e a data de constituição da empresa i .